

أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG على خطر التعثر المالي  
وانعكاس ذلك على كفاءة الاستثمار:  
دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/ أميره حامد السيد حامد  
أستاذ المحاسبة المساعد  
كلية التجارة- جامعة القاهرة

[Amira.Hamed@foc.cu.edu.eg](mailto:Amira.Hamed@foc.cu.edu.eg)

مستخلص البحث

**هدف البحث:** اختبار وتحليل مدى مساهمة التزام الشركات بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي في الحد من خطر التعثر المالي، وأثر ذلك على تحسين كفاءة الاستثمار لدى الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

**منهجية البحث:** اعتمد البحث على المنهج الوصفي والتحليلي والذي يجمع بين كل من التحليل النظري لأهم الأدبيات المختلفة ذات العلاقة بموضوع البحث، وأيضاً إجراء دراسة تطبيقية استهدفت عينة تتكون من (٥٠) شركة مدرجة بالبورصة المصرية، بإجمالي عدد مشاهدات قدره (٣٠٠) مشاهدة خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٨ وحتى عام ٢٠٢٣. وقد اعتمدت الباحثة على مدخل تحليل المحتوى في فحص البيانات التاريخية الفعلية بالقوائم المالية السنوية لاختبار فروض البحث، وذلك باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية تتمثل في معامل ارتباط بيرسون ونموذج تحليل المسارات Path Analysis.

**نتائج البحث:** أوضحت نتائج الدراسة التطبيقية؛ أولاً: يؤثر التزام الشركات بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي سلبياً ومعنوياً في الحد من خطر التعثر المالي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ثانياً: يؤثر خطر التعثر المالي سلبياً ومعنوياً على كفاءة الاستثمار وفقاً لحالة نقص الاستثمار. ثالثاً: التزام الشركات

بممارسات ESG يسهم في تفعيل كفاءة الاستثمار لدى الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. رابعًا: وجود تأثير غير مباشر إيجابي ومعنوي لالتزام الشركات بممارسات ESG على كفاءة الاستثمار عندما يتوسط خطر التعثر المالي العلاقة.

**الأصالة والإضافة العلمية للبحث:** تظهر الإضافة العلمية للبحث في محاولة المساهمة في البناء المعرفي لأحد الموضوعات التي لاقت اهتمامًا بالغًا في بيئة الأعمال العالمية، والذي يتمثل في موضوع الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ودوره في الحد من خطر التعثر المالي، فضلًا عن دوره في تحسين كفاءة الاستثمار من خلال بناء ثقة مختلف أصحاب المصالح في الشركات المقيدة بمؤشر S&P/ EGX ESG ، وهو الأمر الذي يعزز من الميزة التنافسية للشركات ويضمن لها البقاء المستدام. كما يعد هذا البحث استكمالًا للبحوث المرتبطة بأسواق المال وتحسين الوضع الاقتصادي عالميًا، وبالتالي يمكن لكافة الشركات بالأسواق المالية الناشئة الاستفادة من نتائجه في تحقيق الصحة المالية لها، ومن ثم تفعيل كفاءة الاستثمار.

**الكلمات المفتاحية:** الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG، خطر التعثر المالي، كفاءة الاستثمار.

## **The Impact of Environmental, Social and Governance Performance ESG on the Financial Distress Risk and it's Reflection on the Investment Efficiency: an Empirical Study on Firms Listed on the Egyptian Stock Exchange**

### **Abstract**

**Research objective:** the study aimed to analyze and test the extent to which firms' commitment to environmental, social and governance performance practices contributes to reducing the financial distress risk, and the impact of this on improving the investment efficiency of firms listed on the Egyptian Stock Exchange.

**Research methodology:** The study relied on the descriptive and analytical approach, which combines both theoretical analysis of the most important various literatures related to the research topic, and also conducting an empirical study that targeted a sample consisting of (50) firms listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2018 to 2023, for a number of (300) observations, The researcher relied on the content analysis approach to examine the actual historical data in the annual financial statements to test the research hypotheses, using a set of statistical methods represented by the Pearson correlation coefficient and the Path Analysis model.

**Research results:** The results of the empirical study indicate: First: firms' commitment to environmental, social and governance performance practices contributes negatively and significantly in reducing the financial distress risk for firms listed on the Egyptian Stock Exchange. Second: The financial distress risk has a negative and significant impact on investment efficiency according to the state of under-investment. Third: firms' commitment to ESG practices contributes to activating investment efficiency in firms listed on the Egyptian Stock Exchange. Fourth: There is a positive and significant indirect effect of firms' commitment to ESG practices on investment efficiency when the financial distress risk mediates the relationship.

**Originality and value:** The scientific addition to the research appears in the attempt to contribute to the the cognitive construction of one of the topics that has received great attention in the global business environment, which is the topic of environmental, social and governance performance (ESG), and its role in reducing the financial distress risk, as well as its role in improving the efficiency of investment by building the confidence of various stakeholders in firms listed on the ESG index, This enhances the competitive advantage of companies and ensures their sustainable survival. This research is also a continuation of research related to financial markets and improving the economic situation worldwide and thus all firms in

emerging financial markets can benefit from its results in achieving the financial health of firms, and thus activating investment efficiency.

**Keywords:** Environmental, social and governance performance (ESG), financial distress risk, investment efficiency.

## ١- المقدمة

لقد كان وما زال الاستثمار في مختلف المجالات من قبل الشركات دائماً أحد الطرق الهامة لتطوير وبقاء الشركات على المدى القصير والطويل؛ حيث أنه يساعد في إدارة الموارد بالشكل الأمثل، ومن ثم تحسين الكفاءة التشغيلية، وهو الأمر الذي يعزز القدرة التنافسية للشركات (e.g., Hubbard, 1998; Mansourfar, 2013; Vosoughi et al., 2016; Bilyay- Erdogan et al., 2024). كما أن كفاءة الاستثمار تُمكن الشركات من إدارة المخاطر التي تواجهها، وذلك من خلال التنوع بين تنفيذ الفرص الاستثمارية عالية ومنخفضة المخاطر، وهو الأمر الذي ينعكس بالتبعية على استمرارية وبقاء الشركات على المدى الطويل (Harjoto et al., 2015; Vosoughi et al., 2016; La Torre et al., 2021). تلعب كفاءة الاستثمار دور فعال في ضمان استدامة سمعة الشركات في أسواق المال، وذلك من خلال حمايتها من الركود والتدهور وخطر السمعة الذي يلحق بالعديد من الشركات في بيئة الأعمال (Al- Hiyari et al., 2023; Bilyay- Erdogan et al., 2024).

هذا، وتتحقق كفاءة الاستثمار بناءً على معيارين؛ أولهما، يتعلق بتوفير الموارد لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات، فمن المتعارف عليه في الأسواق التي تتسم بالكفاءة، أنه يتم تمويل كافة الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، إلا أن القيود المالية تُعد عائقاً أمام مقدرة الإدارة في تمويل مثل هذه الفرص

الاستثمارية، حيث أن عدم توافر التمويل الكافي يمثل سبب رئيس في رفض تنفيذ المشاريع الاستثمارية المربحة، بسبب ارتفاع تكاليف التمويل، وهو الأمر الذي يؤدي لعدم كفاءة الاستثمار (حالة نقص الاستثمار) (Under- Investment). بينما يتعلق **المعيار الثاني** بعدم إساءة استغلال موارد الشركات من قبل المديرين في حالة سيطرتهم على قدر كبير من التدفق النقدي الحر، ففي ظل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح، قد يلجأ المديرين لتنفيذ كافة الفرص الاستثمارية، حتى وإن كانت غير فعالة لتحقيق أهدافهم الشخصية (حالة الاستثمار المفرط) (Over- Investment) مما يؤدي لإهدار الموارد المادية وعدم كفايتها لتغطية الالتزامات المستقبلية (La Torre et al., 2021; Al-Hiyari et al., 2023).

**ويتضح مما تقدم، أن عدم كفاءة الاستثمار وفقاً للمعيارين قد ترجع بشكل كبير إلى خطر التعثر المالي (Financial Distress Risk)، حيث أن المعيار الأول يعكس عدم توافر التمويل الكافي من البداية، بينما المعيار الثاني يعكس إهدار الموارد المادية فيما بعد من خلال التصرفات غير العقلانية للمديرين وتنفيذ كافة الفرص الاستثمارية حتى وإن كانت غير فعالة، (Vosoughi et al., 2016; Xu & Gui, 2019; Al-Hiyari et al., 2023; Bilyay- Erdogan et al., 2024)**

**وتأكيداً على دور خطر التعثر المالي في عدم تحقيق الاستثمار الكفاء، فإنه مع قيام الشركات بتنفيذ إحدى المشاريع الاستثمارية، فإن الشركات تجتهد لتوفير الموارد اللازمة لتنفيذ المشروع الاستثماري، والذي يتم تمويله من خلال الأسهم العادية أو الاقتراض، ومع بدء تنفيذ عمليات المشروع الاستثماري، يظهر احتمالين؛ الأول، يستطيع فيه المشروع سداد أصل القروض وفوائدها في تواريخ استحقاقها، بالإضافة لحصول المساهمون على العوائد المتوقعة من هذا الاستثمار. بينما الاحتمال الثاني، يتمثل في فشل المشروع، نظراً لتجاوز التدفقات النقدية الخارجة التدفقات النقدية الداخلة، وعدم المقدرة على سداد الفوائد والقروض في تواريخ استحقاقها، وهو الأمر الذي يعني الدخول في مرحلة التعثر المالي، وفقد الشركات المقدرة على توفير السيولة**

اللازمة لتمويل الاحتياجات المستمرة للمشاريع الاستثمارية المربحة التي تُعرض عليها، مما يؤدي إلى انخفاض الكفاءة الانتاجية وزيادة درجة الرفع المالي، وبالتالي تدهور كفاءة الاستثمار لدى الشركات (Vosoughi et al., 2016; Habib, 2023; Hutauruk & Nurazi, 2024).

**وتأسيساً على ما تقدم، فإن خطر التعثر المالي يمثل أحد أهم المخاطر التي** تتعرض لها الشركات، والتي تقف عائق أمام مقدرة الشركات في تحقيق كفاءة الاستثمار، نظراً لأنه يعد قيد أساسي- نقص التمويل- أمام مقدرة الشركات في تنفيذ المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وهو الأمر الذي يؤدي إلى عدم كفاءة الاستثمار (حالة نقص الاستثمار) من خلال عدم تنفيذ المعيار الأول المحدد لكفاءة الاستثمار السابق الإشارة له. من جانب آخر، فإن عدم تماثل المعلومات وتعارض المصالح بين الإدارة وأصحاب المصالح في ظل نظرية الوكالة، يجعل من الصعوبة على المشاركين في أسواق المال معرفة الحالة المالية للشركات التي تتداول أسهمها بالبورصة، بالإضافة إلى عدم تمكن المستثمرين من التمييز بين الفرص المناسبة وغير المناسبة، وانسحابهم من التعامل في أسواق المال، مما يفتح المجال أمام المديرين لإهدار الموارد التمويلية في الشركات، وذلك من خلال تنفيذ العديد من الاستثمارات غير الفعالة، لتصدير صورة غير حقيقية عن أداء الشركات لجذب المستثمرين مرة أخرى، وهو الأمر الذي يؤدي أيضاً إلى عدم كفاءة الاستثمار (حالة الاستثمار المفرط) من خلال عدم تنفيذ المعيار الثاني المحدد لكفاءة الاستثمار السابق الإشارة له (Vosoughi et al., 2016; Zamir et al., 2022; Bahadori et al., 2021; Habib, 2023; Bilyay- Erdogan et al., 2024).

لذا، حاول العديد من الباحثين والمهنيين الوصول إلى حلول للحد من خطر التعثر المالي، وبالتالي ضمان توظيف المعيارين المسؤولين عن كفاءة الاستثمار، وهو الأمر الذي يترتب عليه استمرارية وبقاء الشركات، مع الحفاظ على التميز التنافسي لها في أسواق المال. لذلك أشار العديد من الدراسات السابقة (Guariglia & Yang, 2016;

Ahmad et al., 2023; Bao et Allman& Won, 2022; Habib, 2023; al., 2024) إلى أنه يمكن من خلال الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG التنبؤ بخطر التعثر المالي، وبالتالي توفير الوعي الكافي للشركات بحدوث ذلك الخطر، ومن ثم وضع السياسات والاستراتيجيات التي تضمن الحد من آثار خطر التعثر المالي على كفاءة الاستثمار، حيث يسهم تكامل ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي في تحقيق أربعة محاور تضمن تحقيق كفاءة الاستثمار من خلال التنبؤ بخطر التعثر المالي والتي تتمثل في؛ أولاً، الحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح في ظل نظرية الوكالة، وهو الأمر الذي يعزز من العلاقات مع أصحاب المصالح، بما يُحسن من انضباط الإدارة وإعطاء الأولوية لأهداف الشركة وليس لأهدافهم الشخصية، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة. ثانياً، التخفيف من القيود المالية، حيث تسهم المعلومات التي توفرها ممارسات ESG في بناء ثقة الملاك والمقرضين والمستثمرين في الشركات، وبالتالي استعداد مختلف أصحاب المصالح من تقديم التمويل الكافي بكافة صورته بأقل تكلفة. ثالثاً، تخفيض عدم التأكد المحيط بالمعلومات المتدفقة لأصحاب المصالح، وبالتالي الحد من تقلب التدفقات النقدية. رابعاً، تعزيز التدفقات النقدية، بما يساعد في بناء الضمانات والثقة لدى المستثمرين. وهو الأمر الذي سيترتب عليه التنبؤ بخطر التعثر المالي، واتخاذ التدابير اللازمة للحد منه، ومن ثم تجنب الاستثمار المفرط ونقص الاستثمار (تحقق كفاءة الاستثمار) (Cheng et al., 2014; Chen et al., 2017; La Torre et al., 2021; Al- Hiyari et al., 2023; Bilyay- Erdogan et al., 2024)

**وفي كلمات أخرى، يرى كل من** (Mansourfar, 2013; Ebrahimi Rad et al., 2016; Sultana et al., 2018; Xiao et al., 2019; He et al., 2019; Liu& Tian, 2021; Wu& Wang, 2021; Bilyay- Erdogan et al., 2024) أن الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي يوفر الرقابة الوقائية للأحداث الاستثمارية عالية المخاطر، حيث يُمكن التزام الشركات بممارسات ESG من اكتشاف الاستثمارات غير الفعالة قبل حدوثها مع تجنبها، بالإضافة إلى أن تلك



الممارسات تُزيد من قوة العمليات التنظيمية للشركات، وهو الأمر الذي يحول من تحقيق الاستثمارات غير الفعالة للتدفقات النقدية المتزايدة (الاستثمارات المُفرطة).

## ٢- طبيعة المشكلة

شهدت السنوات الأولى من القرن الحادي والعشرين انهيار كبرى الشركات العالمية (Enron, World Com, One.Tel, HIH insurance)، الأمر الذي تزامن مع ما أثارته الأزمة المالية العالمية (FGC) Financial Global Crisis من مخاوف بشأن قصور النموذج التقليدي لتقارير الشركات وانخفاض نفعيته، نظراً لعدم ارتباط تلك التقارير بالبيئة والمجتمع الذي تعمل به الشركات، بما يجعلها لا تعكس تطورات أعمالها ومخاطر وفرص الأعمال الخاصة بها، وكذلك العوامل التي تؤثر بشكل جوهري في مقدرة الشركات على إدارة مخاطرها، ومن ثم تحقق القيمة بالمدى القصير والمتوسط والطويل (Hossain et al., 2022). ويُعد هذا الأمر من تحقيق متطلبات أصحاب المصالح من تلك التقارير، لأنه من المتعارف عليه أن تقارير الشركات هي وسيلة الاتصال الأساسية بين الشركة وأصحاب المصالح، حيث تساعد متخذي القرارات على اتخاذ قرارات رشيدة، إذ أنها تمثل أداة إنذار مبكر للمستثمرين، بما يمكنهم من التنبؤ باحتمالات نجاح أو فشل الشركات (Barth, 2019; Chychyla et al., 2018). لذا ظهرت حاجة ملحة لمعالجة مثل هذا القصور بتقارير الشركات، مع ضرورة تطويرها بشكل سريع، حتى يتمكن أصحاب المصالح من تكوين صورة شاملة عن أداء الشركة، وتحديد مصادر تحقق القيمة، وهو الأمر الذي يمكنهم من توجيه استثماراتهم لتلك المصادر على أساس رشيد (عبد العال، ٢٠١٨؛ يونس، ٢٠١٨).

وفي إطار ذلك التطور المستمر والسريع لشكل ومحتوى تقارير الشركات، ظهرت تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات CSR والتي تعكس المقاييس الداخلية للشركات بشأن وفائها بأهدافها، إلا أن مثل هذا التطور بالتقارير أغفل التأثير الخارجي للشركات بما يُمكن أصحاب المصالح من تحقيق أهدافهم من خلالها (Cui et al., 2018).

al., 2018; Aust et al., 2020; Bilyay- Erdogan et al., 2024; Bula et al., 2024). لذا تجلت حركة التطور السريعة بمؤشر يعبر عن التزام الشركات بالإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي S&P/ EGX ESG وذلك للتغلب على ما لم توفره تقارير المسؤولية الاجتماعية، حيث أنه يعكس المصالح المالية للشركات مع إضفاء الاهتمام للاعتبارات المستدامة والأخلاقية، وهو ما يدفع أسواق المال لاستخدام المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة بهدف تقييم الأداء المالي المستقبلي للشركات، بالإضافة إلى تحقيق أهداف عديدة والتي تتمثل في: تعزيز الشفافية والثقة والرقابة والإشراف والمساءلة، مع تحقيق الاستقرار المالي والتخصيص الفعال للموارد، بما يعمل على تحقق القيمة على المدى القصير والطويل، كذلك توفير بيئة معلومات تُمكن الإدارة وأصحاب المصالح من التنبؤ بخطر التعثر المالي، واتخاذ الإجراءات والتدابير اللازمة للحد منه، وبالتالي توافر التمويل الكافي والشفافية والممارسات الأخلاقية والتنمية الاجتماعية التي تضمن تحقيق كفاءة الاستثمار (Hossain et al., 2022; Yin, 2023). وتأكيداً لأهمية الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي، يرى أعضاء لجنة تقرير (King III) بجنوب إفريقيا أن التقارير التقليدية لم تعد تلبي احتياجات أصحاب المصالح، فإنه مع بداية القرن الحادي والعشرين، قد لا تستطيع قائمة المركز المالي أن تعكس ٨٠% من قيمة الشركات وفقاً للمعايير الدولية للتقرير المالي (King, 2013, P. 5)، نظراً لأن (٩٧%) من الشركات العالمية يعتقد مساهمها ضرورة دمج المعايير البيئية والاجتماعية والحوكومية في تقاريرها وفقاً للمسح الذي أجرته (Pricewater house Copers Survey)، حيث أن قيمة الشركة لم يُعد يُنظر إليها من خلال التدفقات النقدية المستقبلية وحجم الأرباح فحسب، لكن من خلال تكامل المعلومات المالية وغير المالية وجعلها أكثر ملاءمة والتأثير المتبادل فيما بينهما لتحقيق متطلبات أصحاب المصالح، وذلك من خلال فهم أفضل للعوامل المؤثرة في مقدره الشركة على تحقق القيمة بمرور الزمن (PWC, 2021). وهو الأمر الذي يُظهر الحاجة الملحة لتقارير تعبر عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي.

من جانب آخر، يُعد خطر التعثر المالي من القضايا التي لاقَت اهتمامًا كبيرًا للدراسة والتحليل في الأدبيات المحاسبية، نظرًا لآثاره الكبيرة على أداء الشركات واستدامتها، وقد أكد العديد من الدراسات السابقة (e.g., Li et al., 2008; Kazemian et al., 2018; Mevania et al., 2022) على أهمية التنبؤ بخطر التعثر المالي ومعرفة محدداته، حيث أن وجود قيود مالية داخل الشركات يعوق قيام الإدارة بأعمالها وتنفيذ أنشطتها المختلفة بشكل فعال، كما أنه يُفرض عوائق خارجية كبيرة على أصحاب المصالح الرئيسيين بما في ذلك دافعي الضرائب، كما أنه يهدد ثقة المجتمع في الشركات المحيطة به (Citterio & King, 2023). ونتيجة لذلك، اضطرت الشركات إلى تبني أنماط واستراتيجيات العمل المسؤولة بيئيًا واجتماعيًا وحوكوميًا لتأمين سمعتها ومكانتها السوقية (Fuadah et al., 2023)، بهدف معالجة حالات عدم الثقة في تصرفات وسلوكيات الإدارة، فمؤخرًا أصبح الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG مجالًا هامًا للحد من تلك القضية، وذلك من خلال إعادة بناء ثقة أصحاب المصالح في إدارة الشركات، حيث تجتهد الشركات وفقًا لقيامها بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي بتعزيز الشفافية والتنمية الاجتماعية، وجذب أصحاب المصالح لتوفير التمويل لها، وهو الأمر الذي ينعكس على خفض خطر التعثر المالي (Kim, 2018; Hutauruk & Nurazi, 2024).

**والجدير بالذكر،** أن أحد الأسباب الرئيسية لعدم كفاءة الاستثمار هو عدم فعالية الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG في التنبؤ بخطر التعثر المالي، وبالتالي عدم نفعية المعلومات المتاحة في أسواق المال، وهو الأمر الذي قد يترتب عليه عدم مقدرة الشركات من تحقيق مستويات الاستثمار المثلى، وبالتالي ظهور حالة الاستثمار المُفَرط، أو نقص الاستثمار (الاستثمار المتحفظ) (Kapellas & Siougle, 2018; He et al., 2019; Li et al., 2019; Kashani & Mousavi Shiri, 2022). من جانب آخر، أوضح (He et al., 2019; Liu et al., 2022) أنه وفقًا لنظرية إدارة الموارد فإن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي يُشجع على إدخال المكونات الخضراء ضمن عمليات الشركة، وهو الأمر الذي يترتب عليه تخفيض المدخلات

والمخرجات التي تهدد البيئة، بالإضافة إلى دور الأداء البيئي والاجتماعي في توفير فرص عمل جذابه للموظفين، وكذلك توفير فرص استثمارية أكثر فاعلية أمام الشركات، وهو الأمر الذي يعزز من كفاءة الاستثمار لدى الشركات، وبالتالي المساهمة في تحقق ميزة تنافسية لها على المدى الطويل. كما يوفر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي آلية عمل من خلال أبعاده الثلاثة في بناء استراتيجية الشركات بما يتحقق القيمة على المدى القصير والطويل، بالإضافة إلى دور الأداء البيئي والاجتماعي في تحسين شفافية المعلومات المتاحة من خلالهما، بما يساعد المستثمرين على فهم أكثر دقة عن مصادر قيمة الشركة، مع إمكانية تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، وبالتالي تحسين كفاءة الاستثمار.

**بناءً على ما تقدم، فإنه من المحتمل أن يوجد تأثير للأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على خطر التعثر المالي، بالإضافة إلى توقع وجود تأثير لخطر التعثر المالي على تحقق حالتي عدم كفاءة الاستثمار، كذلك وجود تأثير مباشر للأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على كفاءة الاستثمار، وأخيراً توقع وجود تأثير غير مباشر للأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على كفاءة الاستثمار من خلال الحد من خطر التعثر المالي بشكل كبير. وبالتالي تثير مشكلة البحث محاولة إيجاد إجابة للتساولين التاليين نظرياً وعملياً في بيئة الأعمال المصرية وهما: هل يؤثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على كفاءة الاستثمار، وهل يوجد أثر وسيط للتنبؤ بخطر التعثر المالي على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG وكفاءة الاستثمار في بيئة الأعمال المصرية؟.**

### ٣- هدف البحث

يستهدف البحث دراسة واختبار العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وخطر التعثر المالي، وكذلك دراسة واختبار العلاقة بين احتمال تعرض الشركات لخطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار، وأيضاً دراسة واختبار العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وكفاءة الاستثمار، فضلاً عن دراسة واختبار الأثر الوسيط

لخطر التعثر المالي على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار.

#### ٤- فروض البحث

تتمثل فروض البحث التي تم اشتقاقها بعد عرض الدراسات السابقة في:

**الفرض الأول:** يؤثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي سلبياً ومعنوياً على احتمال تعرض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لخطر التعثر المالي.

**الفرض الثاني:** يؤثر خطر التعثر المالي سلبياً ومعنوياً على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

**الفرض الثالث:** يؤثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي إيجابياً ومعنوياً على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

**الفرض الرابع:** يوجد تأثير وسيط لخطر التعثر المالي على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

#### ٥- أهمية ودوافع البحث

تتمثل الأهمية الأكاديمية للبحث في أنه يمثل امتداداً للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي للشركات وكفاءة الاستثمار. كما تسعى الدراسة إلى توضيح نطاق الفجوة البحثية في مجال المحاسبة من خلال تحليل أثر خطر التعثر المالي كمتغير وسيط على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي للشركات وكفاءة الاستثمار.

ويستمد البحث أهميته العملية من خلال تقديم دليل عملي لتأثير خطر التعثر المالي على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي للشركات وكفاءة

الاستثمار في بيئة الأعمال المصرية، التي تُعد من الأسواق المالية الناشئة، وهو الأمر الذي سيترك مردوداً إيجابياً على كافة الجهات المعنية بمجال الدراسة.  
**ومن أهم دوافع البحث**، أن ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG أمر ذو أهمية، نظراً للمنافع التي يمكن تحقيقها منه والتي تتمثل أهمها في؛ تعزيز الميزة التنافسية وسمعة الشركات، من خلال إعادة بناء ثقة أصحاب المصالح في الشركات، كما أن تفعيل ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي يسهم في الحد من خطر التعثر المالي، الأمر الذي يمكن أن يؤثر بالتبعية على تعزيز كفاءة الاستثمار.

**كما يعتبر من دوافع البحث أيضاً** سعيه إلى مسايرة البحوث الأجنبية ذات الصلة بمتغيرات البحث، بإجراء الدراسة على بيئة مختلفة- بيئة الأعمال المصرية- عن بيئة الدول المتقدمة، نظراً لندرة الدراسات - في حدود علم الباحثة- وذلك للوقوف على طبيعة العلاقات بين المتغيرات محل الدراسة، وبغرض تقليل الفجوة البحثية بين الدراسات التي تمت في أسواق مال ذات كفاءة، وتلك التي تمت في أسواق مال ناشئة مثل البورصة المصرية.

## ٦- حدود البحث

يقتصر هذا البحث على دراسة وتحليل واختبار العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وكفاءة الاستثمار في أسواق المال الناشئة. ومن ثم يخرج عن نطاق البحث الشركات المالية المقيدة بالبورصة المصرية. كما تقتصر فترة الدراسة في البحث على السنوات من ٢٠١٨ وحتى ٢٠٢٣. وأخيراً فإن قابلية النتائج للتعميم مشروطة بحدود البحث وضوابط اختيار مجتمع وعينة وفترة الدراسة، وأيضاً أدوات القياس والتحليل المستخدمة لقياس متغيرات الدراسة، وكذلك اختبار العلاقات فيما بينها.

## ٧- خطة البحث

انطلاقاً من مشكلة البحث والهدف منه وفي إطار حدوده، سيتم استكمال ما تبقى من البحث على النحو التالي:

- ١-٧ الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG: المفهوم، والمحددات، والنظريات المفسرة، والمنافع.
- ٢-٧ خطر التعثر المالي: المفهوم، والمسببات، أهداف التنبؤ بمؤشرات.
- ٣-٧ كفاءة الاستثمار: المفهوم، المحددات والآثار، النظريات المفسرة.
- ٤-٧ تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.
- ٥-٧ منهجية البحث.
- ٦-٧ النتائج والتوصيات وفرص البحث المستقبلية.
- ١-٧ الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG ( المفهوم، المحددات، النظريات المفسرة، المنافع).

اتخذ مفهوم الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي بعداً عالمياً لسببين: أولهما يتعلق بتعرض كبرى الشركات للأزمة المالية في أواخر العقد الماضي بسبب القيود المتراكمة باستمرار على الموارد البيئية والطبيعية (Ellili, 2022). بينما يتعلق السبب الثاني بقيام العديد من المنظمات العالمية مثل؛ المبادرة العالمية لإعداد التقارير (GRI)، والمجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة (IIRC)، ومحاسبة الاستدامة (SA)، ومشروع الإفصاح عن الكربون (CDP)، والاتفاق العالمي للأمم المتحدة (UNGC) بتطوير أطر وإجراءات مختلفة لدعم الشركات في الوفاء بالتزاماتها المتعلقة بالقضايا البيئية والاجتماعية والحوكمة، وهو الأمر الذي يُدعم أصحاب المصالح بالمعلومات التي يحتاجون إليها لاتخاذ قرارات استثمارية رشيدة على المدى الطويل، وكذلك لتوصيل صورة كاملة عن كافة العوامل الرئيسية التي تؤثر بشكل جوهري في مقدرة الشركات على تحقيق ميزة تنافسية بمرور الزمن، مع تعزيز الإشراف والمساءلة والرقابة على رؤوس الأموال المختلفة للشركات ومن ثم دعم

(Lai et al., 2016; Lokuwaduge & Heenetigala, 2017; De  
.Silva Lokuwadug et al., 2022; Cheng et al., 2023)

وتعرض الباحثة فيما يلي مفهوم الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG،  
ومحددات الإفصاح عنه، والنظريات المفسرة، مع التعرض لمنافع التزام الشركات  
بالإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي.

### ٧-١-١ مفهوم الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي للشركات ESG

مر مفهوم الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي بالعديد من التعريفات، حيث  
أشار (UN& FDEA, 2004) بظهور المصطلح لأول مرة في منشور البنك الدولي عام  
(٢٠٠٤) المتعلق بقضايا الاستدامة والأسواق المالية، والذي يعني دمج الأبعاد البيئية  
والاجتماعية وضوابط حوكمة الشركات لتحقيق التنمية المستدامة، وبالشكل الذي يُزيد من  
إدراك المستثمرين بدور الشركات في الاستثمار في المسؤولية الاجتماعية، وبهدف توفير  
خيارات معلوماتية مالية وغير مالية مُجدية. كما قام (Elkington & Hartigan, 2008)  
بتعريفه بأنه ذلك الأداء الذي يدعم تنمية الثقافة البيئية والاجتماعية والحوكومية لدى  
الشركات. وفي نفس السياق، فقد عرف (Da Silva Monteiro & Aibar-Guzman, 2010)  
تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي بأنها تقارير تفصح عن المعلومات  
البيئية والاجتماعية والحوكومية بهدف تطوير وتحسين إفصاحات الشركات، بما يساعد في  
قياس الأداء الكلي للشركة والمتعلق بكل من: البعد الاقتصادي، والبيئي، والاجتماعي،  
والحوكومي، وهو الأمر الذي يُمكن أصحاب المصالح الداخليين من تحسين ممارسات  
الإفصاحات الهادفة.

كما أشار (شعبان، ٢٠١٩) إلى أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي  
يمثل معلومات بيئية واجتماعية ناتجة عن ممارسة الشركات لأنشطتها التشغيلية،  
وذات التأثير على البيئة والمجتمع وأصحاب المصالح والعملاء والموردين. كما  
طور (Baldini et al., 2018) تعريفه لتلك الإفصاحات مرة أخرى وبشكل أكثر دقة



من خلال التركيز على الأبعاد الثلاثة التي تكفل تحقيق التطابق بين عمليات الشركة والقيم البيئية والاجتماعية بهدف الحد من الضغوط البيئية والاجتماعية. كما قام (Zhan, 2023) بتعريف الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي بأنه الأداء الجديد الذي يعتمد على أخذ ثلاثة معايير في الاعتبار والمتمثلة في؛ الجانب البيئي (انبعاثات الغازات الدفيئة وتلوث المياه، وتخصيص الموارد الطبيعية)، والجانب الاجتماعي (معايير العمل، وظروف العمل، ومشاركة المجتمع)، والجانب الحوكمي (حوكمة الشركات، والقرارات الإدارية)، بما يحسن من إدراك الشركات فيما يتعلق بالاستدامة، والحوكمة، والجوانب المالية في إعداد التقارير. وفي نفس الاتجاه عرفها (Li & Hu, 2024) بأنها مجموعة ممارسات تتبعها الشركات بهدف تحقق القيمة على المدى القصير والمتوسط والطويل مع إدارة مخاطرها.

**وقد أشارت التعريفات أعلاه إلى مجموعة من الجوانب الهامة والتي تتمثل في:** التركيز في ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG على الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية المتعلقة بالمسؤولية البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، وأن هذا الإفصاح ليس لمجرد إظهار المعلومات ولكن لتكوين صورة أكثر دقة عن أداء الشركة من كافة الجوانب. كذلك يتم التركيز على مصادر تحقق القيمة بالشركات حتى يتم توظيف إستراتيجية الشركات ونماذج أعمالها لتعزيز تلك القيمة على المدى الطويل.

**وتخلص الباحثة مما تقدم إلى أن ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG تمثل مجموعة من السياسات والتدابير الشاملة والمبتكرة، التي يمكن من خلالها توفير تقارير أكثر ملاءمة يمكنها توضيح مصادر تحقق القيمة لاتخاذ قرارات استراتيجية، بجانب إدارة المخاطر بطريقة فعالة، مع تحقيق التوازن بين المصالح الخاصة بالشركات وكذلك المصالح العامة للمجتمع، وهو الأمر الذي يساعد في تعزيز قيمة الشركات بشكل مستمر يمتد من الحاضر للمستقبل، وبالتالي الحفاظ**

على المركز التنافسي طويل الأجل للشركات، وبما يضمن تحقيق تنمية مستدامة في نهاية الأمر.

## ٧-١-٢ محددات الالتزام بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG

أوضح العديد من الدراسات السابقة (e.g., Revete, 2009; Jackson & Apostolakou, 2010; Brammer et al., 2012; Claasen & Roloff, 2012; Dhaliwal et al., 2014; Eccles et al., 2014; Baldini et al., 2018) تزايد الوعي العام بدور الشركات في المجتمع، الأمر الذي دفع الأكاديميين والمهنيين للاهتمام بالقضايا البيئية والاجتماعية والأخلاقية، والتغيرات المناخية، واستنزاف الموارد الطبيعية، وسوء ظروف العمل، وفصائح الشركات، مما أدى لضرورة التوجه لوضع محددات الالتزام بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG والتي يتمثل أهمها فيما يلي:

وفقاً للمحددات على مستوى الدولة، تُعد خصائص البلاد واحدة من أهم المحددات ذات التأثير على الالتزام بممارسات ESG وذلك من خلال منظورين، أولهما يتمثل في حجم الفساد، فكلما تزايدت حالات الفساد في الدولة تكون الشركات أكثر تعرضاً للانخراط في الممارسات غير الأخلاقية، وهو الأمر الذي يؤدي لعدم الرغبة في الإفصاح عن ESG. بينما المنظور الثاني يتعلق بمعدل البطالة الذي يعزز الالتزام بأداء ESG، حيث يسعى المديرون وفقاً لذلك المنظور جذب الموظفين ذوي المهارات العالية من خلال الإفصاح عن ممارسات ESG، وهو ما يعتبره الموظفون مؤشر عن الأفق الوظيفية الجديدة. كما تتضمن المحددات أيضاً الإطار القانوني وحماية العمالة، حيث أن قوة التنظيمات الرسمية ترتبط بشكل سلبي بالإفصاح عن القضايا البيئية، ولكن لا يوجد تأثير لتنظيمات الدول الرسمية على الإفصاح عن القضايا الاجتماعية وممارسات الحوكمة، كما أن كثافة نقابات العمال (حماية العمال) تؤثر إيجابياً على الالتزام بممارسات ESG باعتبارها عامل هيكلي يفرض ضغوط على الشركات لدفعها للاهتمام بالجوانب وطيدة الصلة بالموظفين، حيث يزداد الإفصاح عن

الممارسات الاجتماعية ( المزايا المقدمة للعاملين، والسلامة في مكان العمل)، وحوكمة الشركات ( الحياة المهنية، خطة التوقعات، وصناديق التقاعد) دون الممارسات البيئية مع ارتفاع كثافة النقابات العمالية. وأخيراً يُعد النظام الثقافي من المحددات على مستوى الدولة أيضاً، حيث يسعى المديرون لزيادة درجة الإفصاح عن الجوانب الاجتماعية والبيئية والحوكومية في البلدان التي تتسم ثقافتها بانخفاض التماسك الاجتماعي والتوزيع غير العادل للموارد، حيث يتم إعطاء اهتمام وأولوية أكبر لأصحاب المصالح الرئيسيين، وهو الأمر الذي يُزيد من التأثير على القرارات الإدارية المتعلقة بـ ESG، وبالتالي عرض المزيد من المعلومات المتعلقة بالجانب الاجتماعي كوسيلة لدفاع الشركات عن تصرفاتها. وعلى العكس من ذلك، فإن البلدان التي يتوقع من أفرادها الاعتناء بأنفسهم، مع وجود حالة من التماسك الاجتماعي، وانخفاض نسبة الأعضاء ذو السلطة والنفوذ، وكذلك تكافؤ الفرص بين كافة فئات المجتمع، فكل تلك الأمور تمثل سبباً لعدم الحاجة لتقديم مزيداً من المعلومات المتعلقة بالجانب الاجتماعي.

**وعلى الجانب الآخر، تتمثل المحددات على مستوى الشركات فيما يلي؛ حجم الشركة الذي يُعد من أهم المحددات، حيث أن كبر حجم الشركات يُخضعها للمزيد من الضغوط والرقابة من قبل التنظيمات الحكومية، وهو الأمر الذي يدفعها للتوسع في الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكومية. كما تُعد درجة الرفع المالي من المحددات على مستوى الشركات، حيث أن ارتفاع درجة الرفع المالي يؤثر إيجابياً على مستوى الإفصاح عن الجوانب المتعلقة بـ ESG، وذلك بهدف اكتساب ثقة المقرضين. وهناك أيضاً مستوى أرباح الشركات كدليل عن تحسُّن الأداء المالي للشركات، حيث تزداد درجة الإفصاح عن ممارسات ESG بهدف إظهار مجهودات الإدارة في تحقيق حجم أرباح مرتفع، وهو الأمر الذي يوفر مبررات لإبقاء المديرين في مناصبهم، وحصولهم على الرواتب والحوافز التي يرغبون في الحصول عليها وفقاً لاعتبارهم المسبب الرئيس في تحقيق الأرباح المرتفعة. وأخيراً حجم الإنفاق على البحوث والتطوير من العوامل المحددة لدرجة الإفصاح عن ممارسات ESG على**

مستوى الشركات، حيث أن تزايد حجم الإنفاق على البحوث والتطوير للابتكار في إنتاج منتجات مع القيام بأداء أنشطتها بشكل يقلل من التلوث البيئي، يؤدي إلى المزيد من الإفصاح عن معلومات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي.

**وفي ضوء ما تقدم،** ترى الباحثة ضرورة التعامل مع تلك المحددات بالشكل الذي يساعد في تحقيق الاستفادة المثلى من الالتزام بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على مستوى الدولة والصناعة، وكذلك مستوى الشركات نفسها، وهو الأمر الذي يضمن سمعة مستدامة للشركات في بيئة الأعمال.

### ٣-١-٧ النظريات المفسرة لتبني الشركات ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG

هناك بعض النظريات التي ظهرت في العديد من الدراسات السابقة (e.g., Baldini et al., 2018; Camillieri, 2019; Hutauruk & Nurazi, 2024; Li & Hu, 2024) التي تفسر دوافع الشركات لتبني ممارسات الالتزام بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG، كانت على النحو التالي:

وفقاً لنظرية الوكالة، يتم تفويض السلطة من الأصيل (المالك) للوكيل (المدير)، ويحدث بالتبعية تعارض في المصالح بين طرفي الوكالة، لذا يساعد الالتزام بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي من تضيق فجوة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي الحد من السلوك الانتهازي للإدارة وحماية مصالح الملاك، وما يترتب عليه من تخفيض تكاليف الوكالة، حيث أن الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي تُزيد من ثقة أصحاب المصالح في الشركات، وهو الأمر الذي يعزز من تحقق قيمة الشركات على المدى القصير والطويل. كذلك النظرية المؤسسية، التي تتطلب ضرورة توافق الشركات مع المعايير السائدة في بيئة الأعمال وفقاً لنوع الصناعة التي تنتمي إليها الشركات، مع توضيح مدى تأثير الشركات بالسلوك التنظيمي، وقد قام العديد من المؤسسات مثل؛ المبادرة العالمية

لإعداد التقارير (GRI)، ومجلس معايير محاسبة الاستدامة (SASB)، بدعم الشركات في الإفصاح عن الجوانب المالية للاستدامة.

**وفي سياق متصل،** وفقاً للنظرية الشرعية، فإن بقاء واستمرارية الشركات في الأجل الطويل يتطلب أمرين ينبغي أن يعملان بشكل متوازي وهما؛ تحقيق أكبر قدر من الأرباح، مع ضرورة قبول البيئة لعمليات ومخرجات الشركات للحفاظ على شرعيتها. فقد تتدهور شرعية الشركات حالة انحراف أدائها بشكلًا سلبيًا عن القيم والمعايير الاجتماعية، ويعتبر التقرير عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي آلية هامة تعزز شرعية الشركات من خلال تماشي إفصاحات الشركات مع توقعات المجتمع. وفي ذات السياق، هناك نظرية أصحاب المصالح، حيث أنه في ظل مسئولية الشركات أمام أصحاب المصالح الداخليين والخارجيين، يُعتبر الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي إحدى الوسائل الهامة التي من شأنها تعزيز مقدرة أصحاب المصالح في تقييم الشركات بشكل صحيح، ومن ثم إكتساب دعمهم باستمرار، وهو الأمر الذي ينعكس على تحقق قيمة للشركات في الأجل القصير والطويل. وأخيرًا نظرية الإشارة، حيث أن الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي سيرسل إشارات لأصحاب المصالح الداخليين عن وفاء الشركات بتوقعاتهم، بالإضافة إلى إرسال إشارات لأصحاب المصالح الخارجيين من مستثمرين ودائنين عن مدى نفعية المعلومات التي تفصح عنها الشركات عن جودة الهيكل المالي والبيئي والاجتماعي لها.

**وتخلص الباحثة مما تقدم إلى أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي** للشركات يُعتبر إحدى الآليات الهامة التي تساعد في الحد من تكاليف الوكالة من خلال الحد من فجوة المعلومات بين الملاك والإدارة، بالإضافة إلى مساهمة تلك الآلية في إكتساب ثقة ودعم أصحاب المصالح وفقاً لنظرية أصحاب المصالح، كذلك دور تلك الآلية في إرسال إشارات عن مدى نفعية معلومات الأداء البيئي والاجتماعي

والحوكومي لكافة المشاركين في أسواق المال، علاوة على فعالية تلك الآلية في الحفاظ على سمعة وشرعية الشركات في بيئة الأعمال.

## ٤-١-٧ المنافع المحققة عن التزام الشركات بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG

يؤدي دمج المعلومات المالية مع المعلومات المتعلقة بالأداء المستدام- الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي- وتكاملها مع إستراتيجية الشركات ونموذج أعمالها إلى تحقيق العديد من المنافع والتي تتمثل فيما يلي:

- طبقاً للتحليلات التي أجراها (El Ghouli & Karoui, 2021) لتقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي في (٥٣) دولة، اتضح أن تلك التقارير توفر صورة شاملة لأصحاب المصالح عن العوامل الرئيسية التي تؤثر في مقدرة الشركات على تحقق القيمة، حيث يستخدم المساهمون المهتمون بالمجتمع والبيئة ممارسات الالتزام بـ ESG كآلية لاستبعاد الاستثمارات التي تتعارض مع القيم والمعتقدات الخاصة بالمجتمع، وهو الأمر الذي ينعكس بالتبعية على استمرارية الشركات.
- أكد كل من (Fatemi et al., 2018; Battisti et al., 2020; Murashima, 2020; Wong et al., 2022) أن الإفصاح عن الالتزام بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي للشركات يساعد في تخصيص الأصول الاستراتيجية بها، بالشكل الذي يخفف من المخاطر البيئية والاجتماعية والمتعلقة بحوكمة الشركات تدريجياً، وهو الأمر الذي يعمل على تحسين الأداء المالي للشركات على المدى الطويل.
- يعمل الإفصاح عن ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي للشركات في تعزيز المقدرة التنافسية لها وحصولها على تقييم سوقي مرتفع، حيث تساعد تقارير تلك الممارسات في تدعيم الابتكار الأخضر الذي يهدف لتدوير واستبدال الموارد النادرة بمصادر مستدامة، وتقليل النفايات، وتعزيز إنتاج الطاقة النظيفة

وتقليل التلوث البيئي (Lin et al., 2013; Xie et al., 2018; Zhan, 2023).

- قيام الشركات بالإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي يساعد في بناء سمعتها كأصل غير ملموس، حيث يعطي أصحاب المصالح ردود فعل إيجابية لهذه الشركات، فعلى سبيل المثال يكون العملاء على استعداد لشراء منتجات وخدمات الشركات المسؤولة اجتماعياً، كما أن الموردين على استعداد أيضاً لتوفير المزيد من رأس المال الائتماني التجاري، ويقلل الدائنون من تكلفة رأس المال المقترض من قبل الشركات التي لديها استيفاء لمعايير ESG (Harel et al., 2021; Zhan, 2023).

**وتخلص الباحثة مما تقدم إلى أن التزام الشركات بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي يساعد في تحسين جودة المعلومات وتضييق فجوة عدم تماثل المعلومات، وهو الأمر الذي ينتج عنه زيادة حركة التداول في أسواق المال وبالتالي خفض تكلفة رأس المال، وبما يساعد أيضاً في تخصيص الموارد بشكل أكثر إنتاجية، وكذلك إمكانية إدارة المخاطر واستغلال الفرص المتاحة بشكل فعال مع تحقق القيمة منها، وهو الأمر الذي يساعد في تحسين كفاءة الاستثمار لدى الشركات الملتزمة. كما أن إدراج الشركات في مؤشر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي قد أصبح حلاً موضوعياً للعديد من المشكلات التي تواجه المجتمع بكل أطرافه، والأساس الذي يعتمد عليه أصحاب المصالح في تقييم أداء الشركات بشكل أكثر نفعاً، ومن ثم إدارة المخاطر، وبالتالي تعزيز قيمة الشركات، مع تحقق ميزة تنافسية مستدامة.**

## ٢-٧ خطر التعثر المالي (مفهومه، مسبباته، أهداف التنبؤ بمؤشراته)

يُعد خطر التعثر المالي من القضايا الحرجة التي حظيت باهتمام كبير من قبل الباحثين، نظراً لآثاره السلبية التي قد تؤدي لعدم استقرار الأوضاع المالية للشركات، وما يترتب عليه من تدهور الصحة المالية لنظام الدولة ككل، وهو الأمر الذي يتطلب التعرف على مفهومه ومسبباته، وأهداف التنبؤ بحدوث ذلك الخطر.

## ١-٢-٧ مفهوم خطر التعثر المالي

قدم Gordon(1971) في أول دراسة علمية حول نظرية التعثر المالي، أن خطر التعثر المالي يعبر عن الانخفاض في قوة الربحية بما يزيد من احتمالية عدم المقدرة على سداد فوائد القروض. كما عرفها Whitaker(1999) بأنها حالة تنشأ عندما تنخفض التدفقات النقدية للشركات عن إجمالي تكاليف الفوائد المتعلقة بالديون طويلة الأجل. أيضاً يرى (Jaffar et al.(2021) بأن التعثر المالي هو الحالة التي تنشأ من عدم مقدرة الشركة على سداد التزاماتها المتداولة في تاريخ الاستحقاق. وفي ذات السياق أوضحت (Amelia& Setiawan(2022) بأن خطر التعثر المالي يمثل حالة تواجه فيها الشركات تراجعاً في أدائها، مع صعوبة في الوفاء بالتزاماتها المالية.

كما أكد Ibrahim(2022) بأن خطر التعثر المالي ينشأ من توقف الشركات عن سداد التزاماتها في تاريخ الاستحقاق، وقد يتبعه توقف لنشاط الشركة، وبالتالي الدخول في خطر الفشل المالي الذي ينتج من توقف الشركات بشكل كامل عن سداد التزاماتها المالية. بينما يرى (Sharif& Saleem(2024) أن خطر التعثر المالي يحدث عندما تتوقف الشركة عن الوفاء بالتزاماتها المالية، وغالباً ما يكون ذلك بسبب عدم كفاية الإيرادات لتغطية تكاليف التشغيل، وهو الأمر الذي يؤدي لإفلاس الشركات وتصفية نشاطها، ومع تعزيز الصحة المالية للشركات يتناقص خطر التعثر المالي نظراً لتحسن مستوى السيولة والربحية.

وقد أشارت التعريفات أعلاه إلى مجموعة من الجوانب الهامة والتي تتمثل في: التركيز في خطر التعثر المالي على عدم مقدرة الشركات على سداد التزاماتها في تاريخ الاستحقاق، وأن هذا الخطر ليس لمجرد عدم كفاية الإيرادات، ولكن بسبب تراجع أداء الشركات باستمرار، كذلك قد يكون السبب هو انخفاض التدفقات النقدية الداخلة بشكل مستمر، وهو الأمر الذي يترتب عليه تدني سيولة الشركات.



وبناءً على ما تقدم، ترى الباحثة أن خطر التعثر المالي يعبر عن تدهور الصحة المالية للشركات، نظرًا لتقلب عمليات الشركة وأنشطتها، بالشكل الذي يؤدي لحدوث صدمات سلبية تضر بأرباح وحجم السيولة المتاح بالشركة، وبما يؤدي لعدم مقدرة الشركات على سداد التزاماتها المالية، وبالتالي فقدان ثقة أصحاب المصالح بما في ذلك الدائنين، وهو الأمر الذي يؤدي في النهاية لارتفاع تكلفة رأس المال المقترض، وبالتالي تآكل معظم إمكانيات النمو المرتقبة على المدى الطويل.

### ٢-٢-٧ مسببات خطر التعثر المالي

إن الوقوف على مسببات خطر التعثر المالي يُشكل أمرًا ذا أهمية للشركات وأصحاب المصالح، لما يوفره من رؤى أساسية حول الصحة المالية للشركات ومقدرتها على التعامل مع الصدمات الداخلية والخارجية، وتتبلور مسببات خطر التعثر المالي في ثلاث مجموعات تتمثل فيما يلي (Li et al., 2008; Kazemian et al., 2018; Yazdanfar&Öhman, 2020; Habib et al., 2020; Jaafar et al., 2021; Li et al., 2021; Fuadah et al., 2023; Hutauruk& Nurazi, 2024)

**المجموعة الأولى،** مسببات تتعلق بالشركة نفسها وتقع تحت سيطرتها، فهي علامات إنذار داخل الشركة يُستدل منها على ظهور خطر التعثر المالي، مثل الانخفاض المستمر في الأرباح والذي يعبر عن عدم كفاءة العمليات، وانخفاض حجم الطلب على المنتجات، وارتفاع التكاليف، وهو الأمر الذي يفتح مجال لظهور خطر التعثر المالي. كما أن ارتفاع درجة الرفع المالي، وضعف نسبة السيولة، من أهم علامات الإنذار عن وجود خطر تعثر مالي داخل الشركات. كما يشير رأس المال العامل السلبي إلى مواجهة الشركات لصعوبات في تغطية التزاماتها قصيرة الأجل، مما يزيد من احتمالية التخلف عن السداد أو الإفلاس، وعدم كفاية التدفقات النقدية والانخفاض الحاد في الاحتياطات النقدية التي لا تستطيع مواجهة الالتزامات المالية للشركات.

**وتتعلق المجموعة الثانية** بمسببات تتعلق بالبيئة المحيطة بالشركات، والتي لا تخضع لسيطرة الشركات، بل تخص الدولة نفسها، وتتضمن ظروف الاقتصاد الكلي مثل أسعار الفائدة والتضخم، وتقلب الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة للضغوط الخاصة بالصناعة التي تنتمي لها الشركات، مثل المنافسة والتغيرات التكنولوجية المتلاحقة، وضغوط البيئة القانونية والتنظيمية التي تعوق مقدرة الشركات في إدارة خطر التعثر المالي.

**وأخيرًا المجموعة الثالثة**، والتي تتمثل في المسببات العالمية والتي تهدد الاقتصاد العالمي ككل، والتي قد يترتب عليها أعلى درجات خطر التعثر المالي، مثل تقلبات أسعار العملات، وعدم الاستقرار الجيوسياسي، وما يتبعه من تدهور الاستقرار المالي، كذلك الكوارث الطبيعية والأوبئة، التي قد تؤدي لظهور خطر التعثر المالي بشكل سريع.

**وفي ضوء ما تقدم**، ترى الباحثة ضرورة تحليل مسببات خطر التعثر المالي، حتى يتمكن أصحاب المصالح من اتخاذ القرارات التي تُحقق أهدافهم وتضمن الحفاظ على ثرواتهم، وحتى تتمكن الشركات أيضًا من حماية استقرارها وتحقيق حالة من الثبات تضمن لها الصحة المالية في بيئة الأعمال، وأخيرًا صناعات السياسات يُمكنهم من خلال تحليل تلك المسببات وضع السيناريوهات والتدابير التي من شأنها الحد من خطر التعثر المالي.

### ٣-٢-٧ أهداف التنبؤ بمؤشرات خطر التعثر المالي

إن إدراك مؤشرات التعثر المالي في وقت مبكر، يسمح للشركات وأصحاب المصالح من اتخاذ تدابير إستباقية، مثل إعادة هيكلة الديون، وخفض التكاليف، وتعزيز المرونة (Baker et al., 2020; Boubaker et al., 2020; Hutaurok & Nurazi, 2024; Sharif & Saleem, 2024).

**فمن منظور أصحاب المصالح،** بما في ذلك المستثمرين والدائنين والموظفين يعتمدون على تلك المؤشرات لتقييم المخاطر واتخاذ القرارات الرشيدة، فقد يقوم المستثمرون بتصنيفة استثماراتهم، مع التمييز بين الاستثمارات المناسبة عن غير المناسبة. كما قد يقوم الدائنون بإحكام شروط الإقراض، بالإضافة إلى قيام الموظفين بتعديل توقعاتهم بناءً على الصحة المالية للشركات.

**بينما من منظور الشركات،** فإن مؤشرات الإنذار المبكر لخطر التعثر المالي، تدفع الشركات لتشكيل استراتيجيات تعمل على تخفيض أو التخفيف من تلك المخاطر، مع إعادة تخصيص وتوظيف مواردها بالشكل الذي يحسن الأداء، وهو الأمر الذي يعزز من النظام المالي والممارسات المؤسسية وجعلها أكثر مرونة.

بالإضافة إلى **منظور صناع السياسات،** حيث يتم استخدام مؤشرات التنبؤ بمخاطر التعثر المالي في تصميم إطارات تنظيمية مثل قوانين الإفلاس وقواعد الحوكمة، بما يساعد في التخفيف من مخاطر التعثر المالي، ومن ثم تحقيق استقرار الاقتصاد وخاصةً في فترات الركود الاقتصادي. وأخيرًا من **منظور أسواق المال،** حيث تُمكن تلك المؤشرات أسواق المال من معرفة وتحليل الحالات المالية للشركات القائمة وكفاءتها لاتخاذ التدابير اللازمة لمواجهة تلك الصدمات التي تضر بأسواق المال.

**تخلص الباحثة مما تقدم إلى ضرورة الأخذ في الاعتبار بمؤشرات التنبؤ بمخاطر التعثر المالي،** وذلك لضمان الوفاء بالتزامات الشركات تجاه أصحاب المصالح، مع بناء ثقة المستثمرين في الشركات، وهو الأمر الذي يعزز من استمرار وبقاء الشركات في أسواق المال، ومن ثم تحقق قيمة للشركات على المدى القصير والطويل.

### ٣-٧ كفاءة الاستثمار (مفهومها، محدداتها وآثارها، النظريات المفسرة)

يُعد الاستثمار من أهم المؤشرات الدالة على استمرارية وبقاء الشركات على المدى القصير والطويل في بيئة الأعمال، كما أنه بمثابة مصدر ثقة أصحاب المصالح في إدارة الشركات، وأن المديرين يعبروا عن الوكلاء الذين يعملون لتحقيق أهداف الشركة وليس أهدافهم الشخصية، وهو الأمر الذي دفع الباحثة إلى ضرورة استعراض مفهوم كفاءة الاستثمار، ومحدداته وآثاره، والنظريات المفسرة له في بيئة أعمال الشركات.

#### ١-٣-٧ مفهوم كفاءة الاستثمار

هناك العديد من التعريفات التي تتعلق بكفاءة الاستثمار، حيث أشار (Biddle et al., 2009) أن كفاءة الاستثمار تعني دخول الشركة في المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وعدم دخول الشركة في المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة. كما قام (Gomariz & Ballesta, 2014; Lara et al., 2016; Herbert & Harto, 2021) بالتعبير عن الاستثمار غير الكفاء الذي ينشأ نتيجة انحراف حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار المتوقع، وينتج عن ذلك حالتين؛ أحدهما الاستثمار المفرط الذي يتجاوز فيه الاستثمارات الفعلية الاستثمارات المتوقعة نتيجة تزايد موارد الشركة وإدارتها بشكل غير رشيد. بينما الحالة الثانية تعبر عن نقص الاستثمار والذي يُعبر عن انخفاض الاستثمارات الفعلية عن الاستثمارات المتوقعة كنتيجة لعدم توافر التمويل المطلوب للفرص المتاحة أمام الشركات. كما أشار (He et al., 2019) أن كفاءة الاستثمار بشكل عام تتحقق من خلال تنفيذ الشركات للفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة بغض النظر عن تنفيذ الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة. وفي نفس السياق، فقد عرف (حسين، ٢٠١٩) كفاءة الاستثمار بأنه العائد المثالي الناشئ عن استغلال الاستثمارات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة والتي تتساوى مع الاستثمارات المتوقعة. أيضاً عرف (Mouline, 2021) كفاءة الاستثمار بأنها النقطة التي يتساوى أو يقترب عندها الاستثمار الفعلي من

الاستثمار المتوقع. وفي نفس الاتجاه عرفها (Quah et al., 2021) بأنها طريقة تحقيق أهداف الشركة وتعظيم ثروة المساهمين. كما طور (محمد، ٢٠٢٤) تعريفه لكفاءة الاستثمار بشكل أكثر دقة من خلال اعتباره مقياس لمدى جودة استغلال الشركات لهيكل رأس المال بهدف تحقيق العوائد المُرضية لأصحاب المصالح.

**وفي ضوء ما تقدم،** ترى الباحثة أن كفاءة الاستثمار هو المؤشر المعبر عن نجاح الشركات في تحقيق الفرص الاستثمارية المُربحة من خلال التخصيص الأمثل للموارد ودون إهدارها، بهدف الحفاظ على بقاء الشركات خلال المدى القصير والطويل.

### ٢-٣-٧ محددات كفاءة الاستثمار وآثارها

هناك ثلاثة محددات تعتمد عليها الشركات للوصول لحالة الاستثمار الكفاء والتي تتمثل في؛ **إتاحة المعلومات**، والتي تُعد المحدد الرئيس والمهيمن على باقي المحددات، حيث يمكن من خلاله تضيق فجوة المعلومات للحد الذي يحقق العدالة في توزيع المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح، وهو الأمر الذي يُمكن الشركات من تنفيذ الفرص الاستثمارية المُربحة بدرجة ثقة معقولة. بينما يتعلق المحدد الثاني **بتوافر التمويل الداخلي المناسب**، الذي يسهم في إزالة القيود المالية التي تُجد من دخول الشركات في المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وبالتالي يضمن عدم تحقق حالة نقص الاستثمار التي تتحقق من ضياع الفرص الاستثمارية المُربحة بسبب عدم توافر التمويل اللازم لها. وأخيرًا يأتي المحدد الثالث الذي يتمثل في **التمويل الخارجي**، فهو سلاحًا ذا حدين، فعلى الرغم من ارتفاع تكلفته عن التمويل الداخلي بما يعوق من تحقق القدر المُرضي من الأرباح، إلا إنه يمثل وسيلة للحد من السلوك الانتهازي للمديرين، وسوء استغلالهم للتمويل الداخلي وإهداره في مشاريع استثمارية لا تتسم بالفعالية، حيث يتحمل المديرون وفقًا للتمويل الخارجي سداد تعويضات للملاك عن أي إهدار للتمويل الخارجي عند اتخاذهم قرارات غير رشيدة من جانبهم (Pacheco, 2017; Ahrends et al., 2018) (شرف، ٢٠١٩؛ متولي، الشرفاوي، ٢٠٢٤).

**في ضوء ما تقدم،** ترى الباحثة أن تحقق كفاءة الاستثمار يتطلب في البداية **الحد من المعلومات غير المتماثلة** بين الإدارة وأصحاب المصالح، والتي يمكن من خلالها اختيار الفرصة الاستثمارية المناسبة ذات العائد المثالي على أساس معلومات تتسم بالمصداقية، ثم يأتي دور المحدد الثاني المتمثل في **استخدام التمويل الداخلي** لتجنب حالات نقص الاستثمار. وأخيرًا يمكن من خلال المحدد الثالث المتمثل في **استخدام التمويل الخارجي** الحد من سوء استغلال الإدارة لموارد الشركة الداخلية وإهدارها، وهو الأمر الذي يترتب عليه في النهاية تحقق كفاءة الاستثمار.

**والجدير بالذكر،** إن وصول الشركات للاستثمار الكفاء يمكن أن يتحقق عنه العديد من الآثار التي تتمثل في؛ **تحسين الكفاءة التشغيلية مع إدارة الموارد** بشكل أفضل مما قبل، وهو الأمر الذي يعزز المقدرة التنافسية للشركات. بالإضافة إلى أن كفاءة الاستثمار تُمكن الشركات من **إدارة المخاطر** التي تواجهها من خلال التنوع بين الفرص الاستثمارية عالية ومنخفضة المخاطر التي تقوم بتنفيذها، وهو الأمر الذي ينعكس على استمرارية وبقاء الشركات على المدى الطويل. وفي ذات السياق، تلعب كفاءة الاستثمار دورًا فعالاً في **ضمان استدامة سمعة الشركات في أسواق المال**، فمع تنفيذ الشركات الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، يضمن ذلك تحقق الدخل باستمرار وعدم تقلب الأرباح المحققة بشكل سلبي، وهو الأمر الذي يضمن جذب مستمر للمستثمرين، واكتساب ثقتهم بدرجة مقبولة في الشركات محل الاستثمار الكفاء (Biddle et al., 2009; Lara et al., 2016; Herbert & Harto, 2021).

**وتخلص الباحثة مما تقدم أن كفاءة الاستثمار** ما هي إلا ميزة متجددة باستمرار، بمعنى أن الشركات بمجرد وصولها للاستثمار الكفاء، فإن ذلك يضمن نجاح مستدام للشركات من خلال أبعاد مختلفة مثل؛ **البعد التشغيلي** للشركات الذي يحقق ابتكار مستمر في مخرجات الشركات باستخدام أقل قدر ممكن من المدخلات، وبالتالي يتزايد **بعد دخل** الشركات باستمرار مما يولد أكبر قدر من الأرباح التي تُرضي كافة أصحاب

المصالح، وهو الأمر الذي يفتح بُعد آفاق وظيفية جديدة أمام المجتمع ككل، وأخيرًا بُعد زيادة ثقة المستثمرين في التعامل مع تلك الشركات التي تأخذ في اعتبارها الأبعاد البيئية والاجتماعية والحوكومية ESG، وهو ما ينعكس في النهاية على تحقيق سمعة إيجابية مستدامة.

### ٣-٣-٧ النظريات المفسرة لدور الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي في تحقيق كفاءة الاستثمار

هناك مجموعة من النظريات التي وردت في العديد من الدراسات السابقة (Singh, 2010; Najarzadeh et al., 2014; Krüger, 2015; Gao & Yu, 2020) التي تعزز من دور الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي في تحقيق الاستثمار الكفء، والتي تتمثل في:

**نظرية الوكالة،** فإن سلوكيات المديرين قد تدفعهم لعدم استغلال الفرص الاستثمارية المُجدية في سبيل الاحتفاظ بالنقدية واستغلالها لأهدافهم الشخصية، إلا أن ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG تُمكن أصحاب المصالح من وضع التدابير والإجراءات للحد من السلوك الانتهازي للإدارة في إعطاء الأولوية لأهدافهم الشخصية على حساب أهداف الملاك، بما يقود للاستثمار الكفء.

**كما أن هناك نظرية الإشارة،** حيث يُمكن للشركات المدرجة في مؤشر S&P/EGX ESG من إرسال إشارات عن الأخبار السارة لأصحاب المصالح فيما يتعلق بكيفية تخصيص موارد الشركة بالشكل الأمثل، بالإضافة إلى توفير القدر الكافي من المعلومات المتعلقة بالجوانب البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، والتي تُزيد من ثقة المستثمرين في أعمال الشركة، ومن ثم جذبهم للاستثمار في تلك الشركات.

وفي ذات السياق، هناك منظور نظرية النمو الاقتصادي، حيث تتحقق كفاءة الاستثمار من خلال توافر أسواق المال الفعالة التي تتسم بأمرين هما: انخفاض ظاهرة عدم تماثل المعلومات، وانخفاض تكلفة المعاملات، وهو الأمر الذي يترتب عليه

تحويل مدخرات الشركات والأفراد لأسواق المال، وبالتالي يزداد حجم الاستثمار في تلك الشركات، وهو الأمر الذي ينعكس في النهاية على تحقيق النمو الاقتصادي.

وأخيرًا **منظور النظرية الكلاسيكية الحديثة للاستثمار**، ففي ظل تلك النظرية تُلزم ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي الإدارة بتنفيذ المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وهو الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع عوائد الأسهم بشكل مُرضي لكافة المستثمرين وتعزيز القيمة الصافية للشركات باستمرار.

**يتضح مما تقدم** الدور الفعال للالتزام بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي في وصول الشركات للاستثمار الكفاء، حيث تتكامل كافة النظريات في دفع الشركات التي تلتزم بممارسات ESG في اكتساب ثقة المستثمرين، مع القيام بتنفيذ الاستثمارات المربحة، وتجنب حالات الاستثمار المُفرط ونقص الاستثمار.

#### ٧-٤ الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

تمشيًا مع التساؤلات الرئيسية لمشكلة البحث وأهدافه يمكن تقسيم الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث إلى المجموعات التالية:

٧-٤-١ **المجموعة الأولى:** الدراسات التي تناولت العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي للشركات وخطر التعثر المالي.

٧-٤-٢ **المجموعة الثانية:** الدراسات التي تناولت العلاقة بين خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار.

٧-٤-٣ **المجموعة الثالثة:** الدراسات التي تناولت العلاقة المباشرة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي للشركات وكفاءة الاستثمار.

٧-٤-٤ **المجموعة الرابعة:** الدراسات التي تناولت العلاقة غير المباشرة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي للشركات وكفاءة الاستثمار من خلال توسط خطر التعثر المالي.



## ٧-٤-١ المجموعة الأولى: الدراسات التي تناولت العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي للشركات وخطر التعثر المالي.

يُعد خطر التعثر المالي من الموضوعات البحثية التي جذبت اهتمام الأوساط الأكاديمية بعد الأزمات المالية الماضية (Antunes et al., 2023) حيث أنه يمثل أحد أهم المخاطر التي تواجه الشركات والاقتصاد القومي ككل، فيعتبر مرحلة وسيطة بين الفشل الاقتصادي والفشل المالي، حيث يؤدي لإهدار موارد الشركة وعدم استغلال الفرص الاستثمارية المستقبلية المربحة (Bilyay- Erdogan et al., 2024). لذا، أصبح هناك العديد من الدراسات التي تسعى لوضع الآليات والاستراتيجيات التي تساعد في التنبؤ بخطر التعثر المالي قبل حدوثه، وكانت ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي أحد أهم الاستراتيجيات التي تعزز من الشفافية، والحد من المعلومات غير المتماثلة بين الإدارة ومختلف أصحاب المصالح، وبالتالي التنبؤ بخطر التعثر المالي، مع الاستعداد للحد من آثاره السلبية، وهو الأمر الذي يعكس في النهاية على تعزيز التميز التنافسي للشركات ويضمن بقائها في بيئة الأعمال على المدى الطويل (Hossain et al., 2022).

تناول العديد من الدراسات السابقة الآلية التي يمكن أن تؤثر بها ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على خطر التعثر المالي، حيث قدمت دراسات كل من (Eisdorfer, 2008; Koh et al., 2015) أدلة على ضرورة تطور الشركات باستمرار بهدف البقاء وتحقيق ميزة تنافسية، وإذ لم تستطع الشركات التطور فستواجه انخفاضاً في الأداء المالي، يقود إلى قيود مالية أو خطر تعثر مالي، قد يؤدي في نهاية الأمر للفشل وإفلاس الشركات، وإذا تمكنت الشركات من توقع المشاكل المالية في وقت مبكر واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحسين الأوضاع يمكن تجنب الإفلاس وتصفية نشاط الشركات، ومع قصور التقارير المالية في تمكين أصحاب المصالح من التنبؤ بخطر التعثر المالي، أصبحت هناك حاجة ملحة لتقارير إضافية مثل تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي، توفر معلومات غير مالية عن الأعمال التجارية من

خلال ثلاثة محددات؛ الجوانب الاقتصادية، والبيئية والاجتماعية، وحوكمة الشركات، تعمل على تلبية متطلبات الشركات ومختلف أصحاب المصالح.

**فمن منظور نظرية أصحاب المصالح**، أظهرت نتائج دراسة (Velte, 2019) لعينة تتكون من (٥٤٨) شركة ألمانية مدرجة في (DAX30, Tec DAX, and MDAX) خلال الفترة من عام (٢٠١١) وحتى عام (٢٠١٧)، وجود تأثيرًا سلبيًا معنويًا للأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على إدارة الأرباح، ومع الفصل بين المحددات الثلاثة، يتضح أن تأثير أداء الحوكمة أقوى من الأداء البيئي والاجتماعي، وهو الأمر الذي يُحسن من الأداء المالي للشركات، مع إمكانية خفض خطر التعثر المالي، وأنفقت تلك النتائج أيضًا مع دراسة (Habib& Mourad, 2024) في أن تلبية احتياجات أصحاب المصالح تمثل تحديًا حاسمًا فيما يتعلق بمشكلة عدم تماثل المعلومات وتضارب المصالح، حيث تسهم ممارسات ESG في تعزيز التوافق بين الإدارة وأصحاب المصالح من جانب، ومن جانب آخر جذب قطاع عريض من المستثمرين، وهو الأمر الذي يوفر التمويل الكافي بأقل التكاليف، وبالتالي الحد من خطر التعثر المالي.

**ومن منظور نظرية الشرعية المؤسسية**، أوضحت دراستا كل من (Yu et al., 2020; Chouaibi& Zouari, 2022) أن العلاقات بين الشركات والمجتمع تكون متشابهة، لوجود تطابق بين تصرفات الشركات ووجهات النظر المفترضة للفئات الاجتماعية ذات الصلة، وبالتالي فهذا التشابك في العلاقة بين المجتمع والشركات، يجعل الشركات تقدم منتجات وخدمات قيّمة ومرغوبة من قبل المجتمع، وهو الأمر الذي يؤكد على أن الاستثمار في أداء الاستدامة، بغض النظر عن حجم الشركات، يسهم في تحسين الأداء، نظرًا لأن ممارسات ESG الجيدة تُعزز العلاقة بين الشركات والمجتمع وتلبي متطلبات أصحاب المصالح بشكل أفضل، بما يعمل على إدارة المخاطر المحيطة بالشركات بما فيها خطر التعثر المالي وضمان استمرارية الشركات.

بينما من منظور نظرية الإشارة، أشار العديد من الدراسات (Boubaker et al., 2020; Habib, 2023; Hutaaruk & Nurazi, 2024) بممارسات ESG يسهم في وصف سلوك الشركات للمجتمع الخارجي، حيث تساعد الشركات في إرسال إشارات بالمعلومات المتعلقة بقيامها بسداد الالتزامات والتعويضات المطالبة بها في تواريخ استحقاقها، وهو ما يعزز ثقة المستثمرين في الشركات، وبالتالي الحفاظ على سمعة الشركات، مما يعمل على تخفيف المخاطر المحتملة التي تتعرض لها الشركات. بينما من منظور نظرية إدارة الموارد، يرى (Habib, 2023) أن القدرات والموارد الداخلية للشركات هي السبيل الأنسب لتعزيز الأداء وإنجاز الأهداف وتحقيق المزايا التنافسية، ولا يمكن إدارة موارد الشركات بشكل جيد دون وجود استراتيجية تضمن توافر المعلومات المتعلقة بالجوانب البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات.

في سياق متصل، يرى كل من (Habib, 2023; Habib & Mourad, 2024) أن نظرية الطوارئ (Contingency Theory) تتطلب توفير خطط وسياسات أكثر شفافية بين المديرين وفريق العمل بالشركات، وهو الأمر الذي يتطلب تطوير استراتيجيات لتطوير أنشطة الشركات وتحسين الانتاجية والأداء بشكل عام، وبالتالي فإن الاستراتيجيات المتعلقة بإدارة التكلفة تؤثر على ممارسات ESG مما يخفف من المخاطر المحتملة. وتؤكد النظرية التطورية (Evolutionary Theory) على ضرورة تطوير الشركات لنظام بيئي مستمر مبدع، بما يساعد في بناء ممارسات فعالة تضمن تحقيق ميزة تنافسية، وفي نفس السياق، فإن تطوير الشركات لا يمكن أن يحدث بدون ممارسات ESG باعتبارها عنصر ذو أهمية لتحقيق ميزة تنافسية مستدامة في الشركات.

هذا، وقد توصلت دراسة (Boubaker et al., 2020) من خلال فحص عينة تتكون من (١٢٠١) شركة أمريكية، خلال الفترة من عام (١٩٩١) وحتى عام (٢٠١٢)، أن الشركات ذات ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي الجيدة

يكون لديها معدلات أقل لخطر التعثر المالي، حيث أن المسؤولية الاجتماعية تحسن الجدارة الائتمانية للشركات، مع إمكانية الوصول للتمويل الأمثل، وبالتالي تراجع خطر التعثر المالي. كما أكدت دراسة (Broadstock et al., 2021) على أن الأداء البيئي والحوكومي ذو تأثير أكبر من الأداء الاجتماعي على تخفيض خطر التعثر المالي، خاصةً خلال فترات الأزمات الاقتصادية الصعبة، مثل فترات أزمة كورونا. **وعلى النقيض من ذلك**، أوضحت دراسة (Nugroho & Hersugondo, 2022) بفحص عينة تتكون من (٢٥) شركة خلال الفترة من عام (٢٠١٦) وحتى عام (٢٠٢٠)، حيث تم تقسيم ممارسات ESG إلى عناصرها الفردية. وأوضحت النتائج وجود علاقة بين الأداء البيئي والحوكومي من جانب والأداء المالي للشركات من جانب آخر، وهو ما يساعد في تخفيض احتمال وجود خطر التعثر المالي، بينما يوجد تأثير إيجابي للأداء الاجتماعي على خطر التعثر المالي.

كما أشارت دراسة (Cohen, 2023) باستخدام عينة من بيانات أسهم مؤشر (S&P 500) بين عامي (٢٠١٩-٢٠٢١). أن ارتفاع المخاطر البيئية والاجتماعية يُخفض الثبات المالي للشركات، بما يُزيد من خطر التعثر المالي، ومع الاستثمار في الموارد البيئية والاجتماعية ينخفض خطر التعثر المالي، وتزداد قيمة الشركات. وفي ذات الاتجاه، تؤكد دراسة (Antunes et al., 2023) أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي يخفف من خطر التعثر المالي وفقاً لأربعة أسباب تتمثل في؛ أولاً، يؤدي الأداء البيئي الأفضل لتحسين العلاقة مع مختلف أصحاب المصالح، مما يُحسن الأداء المالي للشركات واستدامته، وبالتالي الحد من خطر التعثر المالي. ثانياً، يشير الالتزام الجيد بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي إلى توافر الموارد وتخصيصها بكفاءة، والشركات ذات الإدارة الجيدة تعمل على تخصيص أفضل للموارد، وبالتالي الحصول على تمويل لأنشطتها المختلفة بتكلفة منخفضة مما يخفف من ظهور خطر التعثر المالي. ثالثاً، الأحداث البيئية السلبية التي يُثيرها أصحاب المصالح وتتلقي الشركات عقوبات عنها، بينما تتخفض عقوبات الشركات ذات الأداء البيئي الجيد، وهو ما يحافظ على سمعة الشركات، وبما ينعكس سلبياً على احتمال ظهور خطر التعثر المالي. أخيراً، العلاقات الجيدة مع أصحاب المصالح من جانب الشركات التي تتمتع

بمستويات أعلى في ممارسات ESG ستعمل على تحسين مقدرة الشركات في الحصول على تمويل أفضل، وذلك من خلال جذب الموارد المالية من المستثمرين المسؤولين اجتماعياً، بما يخفض من خطر التعثر المالي. أيضاً أشارت دراسة (Citterio & King, 2023) من خلال استخدام القوة التنبؤية لممارسات ESG بهدف توقع خطر التعثر المالي، لعينة شملت (٣٦٢) بنك تجاري في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي البالغ عددها (٢٨) دولة خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠١٩). أن الالتزام بممارسات ESG تعمل على تحسين المقدرة التنبؤية بخطر التعثر المالي بشكل صحيح، كما أن معايير ESG تقلل بشكل كبير من احتمال الخطأ الذي قد يتم في تصنيف البنوك المتعثرة على أنها بنوك صحية.

كما استهدفت دراسة (Habib, 2023) استكشاف العلاقة بين استراتيجيات ESG واحتمال إفلاس الشركات، باستخدام عينة تشمل (١٩٧٠) شركة أمريكية خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠٢٠)، باستخدام نموذج المعادلات الهيكلية. وتوصلت الدراسة أن الشركات التي تتمتع باستراتيجية أفضل لإدارة التكلفة تتمتع بأداء جيد لممارسات ESG، حيث تؤثر كل من؛ إدارة التكلفة، والالتزام بممارسات ESG سلبياً على احتمال وقوع الشركات في خطر التعثر المالي، وباستخدام التحليل الوسيط، اتضح أن ممارسات ESG تخفف من احتمال تعرض الشركات لخطر التعثر المالي من خلال إدارة التكلفة، وتحسين الأداء المالي. وفي ذات الاتجاه، فقد أوضحت دراسة (Purnomo et al., 2023) أن التداعيات المالية المتعلقة بالقضايا البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، تتطلب ضرورة تطبيق ممارسات ESG نتيجة تغير اتجاهات وأهداف الشركات من تعظيم الأرباح إلى الحفاظ على البيئة وتلبية أهداف المجتمع، حيث تمثل استراتيجية استدامة تساعد في تخفيض احتمالات خطر التعثر المالي بشكل طفيف، وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة في بورصة أندونيسيا. وعلى النقيض من الدراستين السابقتين، أوضحت دراسة (Mutasyah & Hariyono, 2024) من خلال فحص عينة شملت (٤١) شركة مدرجة في بورصة أندونيسيا خلال الفترة (٢٠١٩-٢٠٢٢)، أن الأداء البيئي والاجتماعي ذو تأثير غير معنوي على احتمالات خطر التعثر المالي وهو ما يتعارض مع نظريتي الوكالة وأصحاب المصالح، بينما الأداء

الحوكومي للشركات ذو تأثير سلبيًا ومعنويًا على خطر التعثر المالي، نظرًا لتوفير الآليات الرقابية التي تحد من تعارض المصالح بين المديرين وأصحاب المصالح. فضلًا عن دراسة (Munandar & Triyanan, 2024) على عينة مكونة من (١٥٦) شركة صناعية مدرجة في بورصة أندونيسيا، خلال الفترة (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء تفشي وباء كورونا، فقد واجهت جميع الشركات حالة تعثر مالي، وأظهرت النتائج أن ممارسات ESG لم تستطع أن تسهم في تراجع خطر التعثر المالي.

وفي سياق متصل، أشارت دراسة (Li & Hu, 2024) استنادًا لبيانات الشركات الصينية المدرجة في أسهم الفئة (A) خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠٢٢)، من خلال فحص علاقة التوازن الديناميكي بين أداء مكونات ESG، بالإضافة إلى فحص تأثير أبعادها الفردية. وقد أوضحت النتائج أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي بشكل عام يخفف من مخاطر التخلف عن السداد، على الرغم من عدم وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين الأداء البيئي والحوكومي من جانب، ومخاطر التخلف عن السداد من جانب آخر. بالإضافة إلى أن استقرار الشركات يساعد في تعزيز الالتزام بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي، ويساعد الأداء الاجتماعي الفعال في تخفيف مخاطر التخلف عن السداد، كما يشجع الاستقرار المالي الشركات على المشاركة في مبادرات المسؤولية الاجتماعية، ويكون تأثير أداء ESG في تخفيف مخاطر التخلف عن السداد أكثر وضوحًا في الشركات غير المملوكة للدولة، وكذلك الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم، وأخيرًا فإن الأداء الحوكومي أكثر أهمية في تعزيز الاستقرار المالي في شركات التصنيع، ويساهم تخفيف مخاطر التخلف عن السداد في تعزيز تنمية التمويل الأخضر.

**تأسيسًا على ما تقدم، يتضح للباحثة؛ أولًا:** قلة عدد الدراسات السابقة التي اهتمت بتناول العلاقة بين التزام الشركات بممارسات ESG مجتمعة وخطر التعثر المالي في البيئة المصرية (في حدود ما اطّلت عليه الباحثة)، الأمر الذي يتطلب مزيدًا من الدراسة والتحليل لتلك العلاقة في البيئة المصرية. ثانيًا: تباين الأدلة البحثية حول تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على احتمال تعرض الشركات لخطر التعثر المالي، خاصة في ظل

اختلاف بيانات التطبيق، كما أن معظم الدراسات السابقة تنتمي إلى أسواق مالية متطورة، تختلف تمامًا عن الأسواق المالية الناشئة التي تنتمي إليها البورصة المصرية. وبالتالي يمكن اشتقاق الفرض الأول للبحث، وذلك على النحو التالي:

**H<sub>1</sub>: يؤثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي سلبياً ومعنوياً على احتمال تعرض الشركات المقيدة في البورصة المصرية لخطر التعثر المالي.**  
٧-٤-٢ المجموعة الثانية: الدراسات التي تناولت العلاقة بين خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار

تُعد كفاءة الاستثمار والقرارات المتعلقة بها من القضايا المحورية المهمة للغاية في كافة الأوساط الأكاديمية والمهنية، حيث تؤثر على قيمة الشركات من خلال دورها في ضمان نجاحها أو دخولها في مرحلة الفشل المالي، كما تعتبر قرارات الاستثمار الفعالة هدفاً تجارياً بالغ الأهمية، نظرًا لأنها تسمح للشركات بالنمو على المدى الطويل من جانب. ومن جانب آخر، فإنها تسهم في تعظيم ثروة أصحاب المصالح (Cherkasova & Rasadi, 2017). وعلى الرغم من اتفاق معظم الدراسات السابقة على أن خطر التعثر المالي قد يؤدي إلى عدم كفاءة الاستثمار، إلا أن هناك جدلاً قائماً حول الحالة التي يظهر بها طبيعة عدم كفاءة الاستثمار الناشئ عن خطر التعثر المالي، فقد تأخذ عدم كفاءة الاستثمار إحدى حالتين وهما؛ الاستثمار المفرط، ونقص الاستثمار. لذا تحاول الباحثة من خلال استعراض الدراسات السابقة التي تناولت متغيري الدراسة- خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار- الوقوف على أهم المسببات التي تتحكم في الشكل الذي يظهر به عدم كفاءة الاستثمار في الشركات العاملة بالبيئة المصرية.

تناولت دراسة (Bhagat et al., 2005) اختبار العلاقة بين خطر التعثر المالي والسلوك الاستثماري للشركات، حيث أشارت الدراسة أن الشركات التي تعاني من التعثر المالي لا تتصرف بنفس سلوك الشركات المقيدة ماليًا. وفي تحليل وصفي للبيئة، اتضح أن الشركات المعرضة لخطر التعثر المالي تتشابه في خصائصها مع

الشركات المقيدة ماليًا من حيث؛ حجم الشركة، والحصة السوقية، ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية. وقد أظهرت النتائج، أنه على النقيض من الشركات المقيدة ماليًا، فإن الشركات المعرضة لخطر التعثر المالي يقل حجم استثماراتها بشكل أكبر عن الشركات المقيدة ماليًا، ويرجع ذلك لانخفاض النمو، وصغر حجم الشركات، وارتفاع نسبة المديونية. كما خلصت الدراسة إلى أن السلوك الاستثماري للشركات المتعثرة ماليًا؛ فيما يتعلق بتقلبات التدفقات النقدية يختلف عن الشركات المقيدة ماليًا. كما أكدت دراسة (Pindado et al., 2008) أن قوانين التعثر (Insol- Vency Laws) لها تأثير مشوه على القرارات الاستثمارية للشركات، وهو ما يؤدي إلى سلوك استثماري تفاضلي في غير صالح الشركات المعرضة للتعثر المالي عن الشركات التي تتسم بالصحة المالية، حيث تلعب قوانين التعثر دور أساسي في تغيير حساسية الاستثمارات للتدفقات النقدية، ومع احتمالية دخول الشركات في مرحلة الإفلاس المالي ينخفض حجم الاستثمار بشكل أكبر. وفي ذات الاتجاه المتعلق بقوانين التعثر والإفلاس، فقد أوضحت دراسة (Lopez- Gutierrez et al., 2012) أن خصائص قوانين الإفلاس عامل محدد لسلوك البنوك عند تمويل الشركات، وأن تلك القوانين تؤدي إلى قرارات استثمارية دون المستوى الأمثل.

وفي سياق متصل، قامت دراسة (Liao & Liu, 2014) بتناول تأثير خطر التعثر المالي على كفاءة الاستثمار، خلال الفترة من عام (٢٠٠٢) وحتى عام (٢٠١٠). وأشارت النتائج أن زيادة حجم الاستثمارات يؤدي لزيادة الحصيلة الضريبية التي تجنيها أجهزة الدولة، وبالتالي فإن الحكومات التي لديها دوافع لتعظيم الدخل المالي لها وتواجه خطر التعثر المالي، تدفع الشركات العاملة داخل حدود الدولة بتنفيذ المزيد من الاستثمارات لخدمة أهداف الدولة. كما قامت دراسة (Lopez- Gutierrez et al., 2015) بتحليل تأثير التعثر المالي على السلوك الاستثماري للشركات، وذلك في نطاق عينة شملت (ألمانيا، كندا، إسبانيا، فرنسا، إيطاليا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية)، وهو الأمر الذي يُشير لتغطية مجموعة واسعة من البيئات المؤسسية المختلفة. وأوضحت النتائج أن تأثير خطر التعثر المالي على



السلوك الاستثماري يختلف وفقًا لنوعية الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات، وبالتالي فإن الشركات التي تواجه تعثر مالي، ويُعرض عليها فرص استثمارية أقل، تظهر بها مشاكل عدم كفاءة الاستثمار وفقًا لحالة نقص الاستثمار، في حين أن الشركات التي تواجه تعثر مالي، لكن لديها فرص استثمارية أفضل، فإن السلوك الاستثماري لها يكون قريب من سلوك الاستثمار الصحي.

**الإ أنه على النقيض مما تقدم، فإن التعثر المالي لا يقتصر دوره على تحقيق حالة نقص الاستثمار، بل قد يترتب علي خطر التعثر المالي تحقق حالتي عدم كفاءة الاستثمار، فقد تناولت دراسة (Vosoughi et al., 2016) من خلال فحص ودراسة عينة تتكون من (٩٤) شركة مدرجة في بورصة طهران، خلال الفترة من عام (٢٠٠٣) وحتى عام (٢٠٠٨) مع التركيز على نوع الملكية. وقد أشارت النتائج إلى أن الشركات التي تتعرض لخطر التعثر المالي يظهر بها نوعين من السيناريوهات وهما؛ النوع الأول، أن الشركات التي تواجه تعثر مالي تتجنب الاستثمار في المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (نقص الاستثمار). بينما النوع الثاني، يتعلق بأنه على الرغم من خطر التعثر المالي للشركات، فإن الشركات تسعى لتنفيذ الفرص الاستثمارية المعروضة أمامها، حتى وإن كانت محاطة بمخاطر مرتفعة، وذلك من خلال اتخاذ قرارات لتعزيز السيولة لديها بالاعتماد على التمويل الخارجي (الاستثمار المفرط). من جانب آخر، أوضحت الدراسة أن السلوك الاستثماري للشركات المعرضة لخطر التعثر المالي، قد يتأثر بما يسمى بعقاب أصحاب المصالح للمديرين، حيث يحمي المديرين أنفسهم من العقاب المتمثل في دفع تعويضات عن أية قرارات خاطئة يتم اتخاذها من جانبهم وتكون في غير صالح الشركات، لذلك قد يدفعهم الخوف من العقاب إلى رفض تنفيذ المشاريع الاستثمارية حتى وإن كانت مُربحة، خاصةً إذا كان لديهم توقعات باحتمال تعرض الشركات لخطر التعثر المالي. كما أكدت الدراسة أيضًا أن عدم كفاءة الاستثمار في شكل نقص الاستثمار تظهر بشكلًا كبيرًا في الشركات المعرضة للتعثر المالي، وذلك إذا لم يتوافر الحافز لدى المديرين للقيام بالاستثمارات المُربحة، وذلك إذا كان لديهم توقع بأن تلك**

الاستثمارات وحتى وإن كانت ذات صافي قيمة عالية موجبة لا يُمكنها تقليص احتمالات الإفلاس إلى حد كبير، خاصةً أنها قد تنطوي على تقلب في عوائد الشركات بشكل كبير، كما لا تؤدي لتحسين أوضاع الدائنين. من جانب آخر، قد يحدث مشاكل عدم كفاءة الاستثمار في شكل الاستثمار المُفرط، إذا كان لدى المديرين حوافز قوية لتنفيذ الاستثمارات حتى وإن كانت ذات درجة مخاطرة مرتفعة، وبالتالي ففي حالة نجاح المشاريع، فإن ذلك سيترتب عليه تجنب أو على الأقل تأخير دخول الشركات في مرحلة الإفلاس المالي، بينما في حالة فشل المشاريع فإن الوضع المالي للشركات يزداد سوءاً، ويتحمل الدائنون تكلفة ذلك الفشل المالي.

واستكمالاً لما تقدم، أشارت دراسة (Naeem & Li, 2019) أن القرار الخاص بالمشروع الاستثماري يعتمد على الوضع المالي للشركات، فإذا كانت الشركات مقيدة ماليًا، فإنها تعتمد على مصادر التمويل الداخلي. وعلى الجانب الآخر، لا تستطيع الشركات التي تواجه خطر التعثر المالي الاستفادة من كافة الفرص الاستثمارية، نظرًا لمحدودية مصادر التمويل الداخلي، بالإضافة إلى صعوبة الحصول على تمويل بالاقتراف بتكلفة منخفضة، وهو الأمر الذي يترتب عليه عدم كفاءة الاستثمار وفقًا لحالة نقص الاستثمار. وتناولت دراسة (Tran, 2020) تأثير الملكية الأجنبية على كفاءة الاستثمار لدى الشركات المتعثرة ماليًا والشركات غير المتعثرة، وذلك بالتطبيق على عينة شملت (٦٢١) شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية بفييتنام. وتوصلت الدراسة إلى أن الملكية الأجنبية تؤثر سلبًا على كفاءة الاستثمار، وتكون العلاقة أكثر قوة في الشركات غير المتعثرة ماليًا.

كما استهدفت دراسة (Gonzalez, 2020) تحليل العلاقة بين حقوق الدائنين وكفاءة الاستثمار، وأيضًا دراسة كيفية تأثير الصحة المالية للشركات على تلك العلاقة، وذلك باستخدام تغيرات السلاسل الزمنية داخل حدود الدولة الواحدة، وكذلك الاختلافات بين الدول. وقد أظهرت النتائج أن الحماية الأقوى للدائنين تؤثر إيجابيًا على كفاءة الاستثمار في الشركات الصحية، ولكن في حالة الشركات المتعثرة ماليًا

تدهور كفاءة الاستثمار في ظل الحماية القوية لحقوق الدائنين، وهذا يعني أنه كلما تزايدت حماية حقوق الدائنين يزداد حجم الاستثمارات، ولكن في حالة زيادة خطر التعثر المالي ينخفض حجم الاستثمارات. وفي ذات الاتجاه، تناولت دراسة (Aksar et al., 2022) تأثير الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار، من خلال الدور المعدل للحوكمة على الشركات المتعثرة ماليًا، وذلك من خلال فحص عينة تتكون من (٤٠٠) شركة في اقتصاد آسيا الناشئ (باكستان، الهند). وقد توصلت النتائج أن الحوكمة تعزز العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وكفاءة الاستثمار، كما أن الحوكمة تعمل على إدارة النقد بشكل سليم في الشركات الباكستانية، وبالتالي إمكانية الاستفادة من الفرص الاستثمارية المربحة. وفيما يتعلق بالهند، لم يظهر أي تأثير معنويًا للحوكمة في إدارة النقد، وبالتالي تدهور كفاءة الاستثمار في الشركات الهندية المتعثرة ماليًا.

وفي سياق متصل، تناولت دراسة (Habib et al., 2024) العلاقة بين عدم كفاءة الاستثمار في العمالة والتصنيف الائتماني للشركات، واستنادًا لوجهة النظر القائلة بأن الاستثمار غير الفعال في العمالة يخلق حالة من عدم اليقين في التدفق النقدي وانخفاض الأرباح المستقبلية، كما تعتبر وكالات التصنيف الائتماني الشركات التي لديها استثمارات غير فعالة في العمالة أكثر خطورة، وهو الأمر الذي يُخفض من تصنيفها الائتماني، ويكون هذا الارتباط السلبي أكثر وضوحًا في الشركات التي تتعرض لخطر التعثر المالي وذو التقلبات المرتفعة في الأرباح، كما أكدت النتائج على أن المعلومات المتعلقة باستثمارات العمالة، توفر إشارة مهمة لوكالات التصنيف الائتماني لإعطاء الشركات المستثمرة في العمالة الجدارة الائتمانية، مع الاعتراف بمقدرتها على خدمة الديون.

**وفي ضوء ما تقدم، يتضح للباحثة؛ أولاً:** قلة عدد الدراسات التي اهتمت بدراسة العلاقة بين خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار، مع عدم اهتمام أي من الدراسات السابقة بتناول تلك العلاقة في البيئة المصرية (في حدود ما اطلعت عليه الباحثة)، وهو الأمر الذي يتطلب مزيدًا من الدراسة والتحليل لتلك العلاقة في البيئة

المصرية. ثانيًا: اتفاق معظم نتائج الدراسات السابقة على وجود تأثير سلبي لخطر التعثر المالي على كفاءة الاستثمار للشركات. ثالثًا: تباينت نتائج الدراسات السابقة بالنسبة للشركات المتعثرة ماليًا، فيما يتعلق بالحالة التي يكون عليها عدم كفاءة الاستثمار، والتي تنحصر بين حالتين هما؛ نقص الاستثمار والاستثمار المفرط، حيث يتوقف الأمر على دوافع وأهداف المديرين في مثل هذه الشركات للاختيار بين بديلين هما؛ تجنب الاستثمار في حالة عدم توافر مصادر التمويل (نقص الاستثمار)، أو الاتجاه إلى التمويل بالاقتراض وتنفيذ كافة الفرص الاستثمارية حتى وإن كانت محاطة بدرجة مخاطرة عالية (الاستثمار المفرط). وهو الأمر الذي ينطوي على وجود فجوة بحثية تتطلب البحث والتحليل في بيئة الأعمال المصرية، وتتوقع الباحثة احتمالية وجود تأثير لخطر التعثر المالي على كفاءة الاستثمار، لكن دون إمكانية تحديد الحالة التي تظهر عليها عدم كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وبذلك يُمكن للباحثة اشتقاق الفرض الثاني للدراسة، وذلك كما يلي:

**H<sub>2</sub>: يؤثر خطر التعثر المالي سلبياً ومعنوياً على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.**

٧-٤-٣ المجموعة الثالثة: الدراسات التي تناولت العلاقة المباشرة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي للشركات وكفاءة الاستثمار.

إن تحول شعار في بيئة الأعمال الحديثة من "ما هو جيد للأعمال جيد للمجتمع" إلى "ما هو جيد للمجتمع جيد للأعمال" (Al-Hiyari et al., 2023, P.651)، يؤكد على أن القضايا الاقتصادية لم تعد وحدها هي المسؤولة عن كفاءة الاستثمار، بل هناك معايير أخرى يُطالب بها مختلف أصحاب المصالح، والتي تتمثل في ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG، حيث أصبح دمج ممارسات ESG في الممارسات التجارية تحديًا كبيرًا لكافة الشركات، خاصةً في ظل الضغوط المستمرة على الشركات لتحسين الكفاءة التشغيلية والأداء المالي، وفي المقابل أصبح المطلب الرئيس لأصحاب المصالح هو ضرورة تجاوز الشركات المستوى المحدد لمعايير ESG (Arif et al., 2020; Eliwa et al., 2021)، فقد

تجاوزت قيمة الاستثمارات في المسؤولية الاجتماعية SRI من (٣٠.٦) تريليون دولار أمريكي عام (٢٠١٨) إلى (٣٥) تريليون دولار أمريكي عام (٢٠٢٢) في أسواق المال الكبرى، أي بنسبة (٤.٣٧%) (Bloomberg, 2022). لذا، تم إجراء العديد من الدراسات لتقييم الآثار المالية لممارسات أداء ESG وانعكاس تلك الآثار على كفاءة الاستثمار (Jang et al., 2019; Bacha et al., 2021; Ben Saad & Belkacem, 2022).

**وبناءً على ما تقدم،** سيتم استعراض الدراسات السابقة التي اهتمت بالعلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي من جانب، وكفاءة الاستثمار من جانب آخر، وفقاً لمنظورين: المنظور الأول، يتعلق بالنظريات المفسرة والتي تباينت نتائج تحليلاتها. بينما المنظور الثاني يتعلق بالجانب التطبيقي ونتائجه.

**من خلال المنظور الأول المتعلق بالنظريات المفسرة،** فإن نظرية أصحاب المصالح تتوقع أن مبادرات ESG ذات عواقب اقتصادية سلبية على الشركات، حيث يُنظر إليها كآلية تقود بإساءة استخدام موارد الشركات، حيث أن النظرية مفادها أن يركز المديرون على مصالح المساهمين فقط، وبالتالي فإن إنفاق الأموال على أنشطة ESG يُعد انتهاكاً لواجباتهم نحو المساهمين، نظراً لأن ذلك يضر بالوضع المالي للمساهمين (Friedman, 1970). وفي ذات السياق، تتوقع نظرية الوكالة أن المديرين هم أكثر عرضة لاستخدام معايير ESG "كآلية للغسيل الأخضر" Green "Washing Mechanism"، وذلك لإخفاء سوء سلوكيات الشركات، ويتم ذلك لأسباب انتهازية، وهو الأمر الذي يؤدي لسوء تخصيص موارد الشركات، وبالتالي عدم كفاءة الاستثمار بها (Meckling & Jensen, 1976).

**وعلى النقيض مما تقدم،** تُشير نظرية أصحاب المصالح إلى أن ممارسات ESG ذات تأثير إيجابي على كفاءة الاستثمار في الشركات، لأن الاهتمام باحتياجات ووجهات نظر أصحاب المصالح يُعزز رغباتهم في دعم عمليات الشركات وتقديم كافة مصادر التمويل لها، حيث يرى (Biddle et al., 2009) أن تلك

الممارسات توفر طريقة ثابتة لتدفق المعلومات لأصحاب المصالح، وبالتالي تخفيض المعلومات غير المتماثلة ومن ثم تخفيض تكاليف الوكالة، وتعزيز قرارات التمويل وتفعيلها، وهو الأمر الذي يؤدي لتحسين كفاءة الاستثمار (Benlemlih & Bitar, 2018) ويتفق مع الدراسة السابقة (Cook et al., 2019)، حيث يرى أن مديري الشركات ذات المستوى الأفضل في الالتزام بممارسات ESG يميلون للتركيز بشكل أكبر على تحسين الأداء المالي للشركات على المدى الطويل، نظرًا لإخضاعهم للرقابة بشكل مستمر من قبل مختلف أصحاب المصالح، والتي بدورها تزيد من مقدار الحوافز الممنوحة لهم مع القيام بتنفيذ المشاريع الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة. علاوة على ذلك، يُشير (Eliwa et al., 2021) أن ممارسات أداء ESG تعزز سمعة الشركات مع تحقيق ميزة تنافسية لها، وبالتالي الشركات التي تحصل على أعلى تقييم في معايير ESG تتسم بانخفاض القيود المالية، ومن ثم ارتفاع كفاءة الاستثمار.

وفي سياق متصل، ووفقاً لنظرية الشرعية، فقد ساهمت تلك النظرية في اتساع نطاق نظرية أصحاب المصالح من خلال الأخذ في الاعتبار بمبادرات ESG، حيث أصبحت لا تركز بالضرورة على احتياجات وتوقعات أصحاب المصالح فحسب، بل تركز أيضاً على القيم والمبادئ والأعراف في المجتمع ككل، كما أن الفشل في تلبية تلك الأمور، يؤثر سلبياً على ازدهار قيمة الشركات على المدى الطويل، مما يضر بكفاءة الاستثمار في الشركات (Deegan & Unerman, 2011). وهو ما يفترض أن يكون لدى الشركات ممارسات ESG تؤثر على التقييم المجتمعي الذي يعزز من مناخ الشرعية (Eliwa et al., 2021). ويؤكد (Al-Hiyari et al., 2023) أن الالتزام بدرجة أكبر في معايير ESG يعمل على إرساء الشرعية، مما يؤدي إلى تخفيض القيود المفروضة على الشركات، وهو الأمر الذي ينعكس في النهاية على تخفيض الاستثمارات التي تتسم بعدم الكفاءة.

وأخيرًا، تشير نظرية الإشارة إلى أن المديرين يميلون إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال ممارسات ESG، وإذا لم يكن هناك وعي وإدراك كافي لدى أصحاب المصالح بالأنشطة التي تتعلق بجوانب ESG، فلن تستطيع الشركات التميز وتعزيز قيمتها (Maas et al., 2014). لذا، يتم تحفيز المديرين للاستثمار في ممارسات ESG لإظهار التزامهم تجاه جميع أصحاب المصالح، وبالتالي تجنب مشكلة الاختيار العكسي، مع تحقيق ميزة تنافسية تعلق عن المنافسين (Maas et al., 2014)، وهو الأمر الذي يسهل عملية تأمين الانتماء أو التمويل بالأسهم، وبالتالي تمكين الشركات من قبول كافة الفرص الاستثمارية المربحة (Al-Hiyari et al., 2023).

**وفيما يتعلق بالمنظور الثاني التطبيقي،** فقد وثقت معظم الدراسات أن التزام الشركات بممارسات أداء ESG يُزيد من الشفافية، والتي بدورها تخفف من المعلومات غير المتماثلة، وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال وهو الأمر الذي يُحفز الشركات للقيام بتنفيذ الفرص الاستثمارية المربحة. فمن خلال دراسة (El Ghouli et al., 2018) تم تحليل تأثير ممارسات أداء ESG في الشركات الصناعية داخل (٣٠) دولة بإجمالي عدد مشاهدات (٧١٢٢) مشاهدة، خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠١١). أوضحت النتائج أن الشركات التي تفصح عن ممارسات أداء ESG تخفض من المعلومات غير المتماثلة، مما يؤهلها لتقديم صورة أكثر دقة عن الشركات لمقدمي رأس المال، ومع تزايد الالتزام بتلك الممارسات يتم إرسال إشارات عن السمات غير المالية الإيجابية لمختلف أصحاب المصالح، وبالتالي توفير ميزات مكملية للمعلومات المالية، مما يخفض من تكلفة رأس المال، وبالتالي تحسين مستويات الاستثمار واقترابه من المستوى الأمثل للاستثمار، وبالتالي فمن المرجح أن تكون ممارسات ESG محدد هام لخيارات الاستثمار الاستراتيجي. كما أشار (Cook et al., 2019) من خلال تحليل (١٩٦٢٢) مشاهدة للشركات المدرجة في مؤشر (Domni 400 Social SM Index & S&P 500 Index) خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٢)، أن الشركات التي تتمتع بأداء أفضل في الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمية تستثمر بشكل أكثر كفاءة، حيث تكون أقل تعرضًا لحالاتي الاستثمار المفرط ونقص الاستثمار.

كما استهدفت دراسة (Makosa et al., 2020) تحليل تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات كأحد معايير ESG على السلوك الاستثماري وفقاً للمطلب الإلزامي الذي فرضته الصين في عام (٢٠٠٨)، وذلك من خلال إجراء دراسة مقارنة شملت فترتين (٢٠٠٣-٢٠٠٨) (٢٠٠٩-٢٠١٦)، بفحص (١٩٩٢٥) مشاهدة للشركات المدرجة في مؤشر (SSE& SZSE). وقد توصلت الدراسة أن الشركات شهدت انخفاضاً في مستوى الاستثمار، ولكن مع تحسن كفاءة الاستثمار، خاصةً فيما يتعلق بتخفيض الاستثمارات المفرطة، حيث يساهم التزام الشركات بالمسؤولية الاجتماعية في تعديل السلوك الاستثماري لها بشكل أفضل، وفي تحليل أكثر تفصيلاً أوضحت الدراسة أن عدم اليقين الذي يحيط بالمعلومات يُجد من مقدرة الشركات على التمويل، وبالتالي خفض حجم الاستثمارات، ومع التزام الشركات بالمسؤولية الاجتماعية، فإن ذلك يمثل ضمانات للمستثمرين تجعلهم أكثر استعداداً على تخفيض عوائدهم المطلوبة، مما يوفر مصادر تمويل بأقل تكلفة، وهو الأمر الذي يخفف من حالات نقص الاستثمار، كما أن التزام الشركات بالأداء الاجتماعي يمثل أداة اتصال فعالة توفر معلومات صحيحة للمستثمرين الخارجيين، وهو الأمر الذي يحد من عدم تماثل المعلومات ويعزز من كفاءة الاستثمار. وتتفق دراسة (Liu& Tian, 2021) مع نفس وجهة النظر، حيث يرى أن الإفصاح عن الأداء الاجتماعي للشركات يخفف من مشاكل الوكالة، وبالتالي انخفاض مشاكل الاستثمار المفرط المترتبة على عدم كفاءة الاستثمار.

وفي نفس الاتجاه، وثقت دراسة (Eliwa et al., 2021) على عينة من الشركات الأوروبية، أن الشركات ذات المستويات الأعلى في الالتزام بممارسات أداء ESG ترتبط سلبياً مع تكلفة رأس المال، حيث تنخفض المعلومات غير المتماثلة، مما يوفر معلومات أكثر موثوقية وشفافية، تساعد في تخفيض القيود المالية وتحسين مستويات الاستثمار في الشركات. كما يؤكد (Zamir et al., 2022) أنه مع التزام الشركات بممارسات أداء ESG ينخفض التدفق النقدي الحر المتاح للمديرين، حيث أن توفيره بقدر كبير يدفع المديرين لاستغلاله لتحقيق مصالحهم الشخصية، وذلك من خلال تنفيذ المزيد من الاستثمارات غير المربحة، حيث تعتبر ممارسات ESG بمثابة



آلية رقابية تقيد السلوك الانتهازي للمديرين، وهو الأمر الذي يخفض من المعلومات غير المتماثلة، بما يعزز من الثقة بين أصحاب المصالح، من خلال تحسين العلاقات مع الموظفين، وخصائص المنتجات صديقة البيئة، وكذلك الأخذ في الاعتبار رفاهية أصحاب المصالح وتعظيم ثرواتهم لأقصى حد.

وفي سياق متصل، استهدفت دراسة (Ellili, 2022) تأثير ممارسات ESG على جودة التقارير المالية وانعكاسها على كفاءة الاستثمار، وذلك على عينة من الشركات الإماراتية خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٩). أوضحت النتائج وجود علاقة إيجابية بين التزام الشركات بممارسات أداء ESG وجودة التقارير المالية مما يقود إلى تحسين كفاءة الاستثمار في الشركات، وفي ظل تحليل أكثر تفصيلاً أوضحت الدراسة أن هناك ثلاث طرق تساهم في تعزيز كفاءة الاستثمار تتمثل في: أولاً، المعلومات المستخرجة من أنظمة المحاسبة المالية تساعد المديرين في تحديد الفرص الاستثمارية المثلى، ومن خلال ممارسات ESG يمكن مساعدة المستثمرين لتخصيص رأس المال بدقة، بما يخفض من تكلفة رأس المال ويعزز كفاءة الاستثمار. ثانياً، توفر المحاسبة المالية رؤية واضحة لآليات الرقابة على الشركات، ومن خلال ممارسات ESG كآلية رقابية تدعم الانضباط في الشركات الذي يمنح المديرين من إهدار ثروات المستثمرين. ثالثاً وأخيراً، ممارسات ESG تخفض من مخاطر السيولة التي يواجهها المستثمرون، مع جذب المزيد من الأموال للسوق.

كما استهدفت دراسة (Al-Hiyari et al., 2023) استكشاف العلاقة بين ESG وكفاءة الاستثمار في الاقتصاديات الناشئة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الدولية في (٧) بلدان خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٩). وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات الأكثر إلزاماً بممارسات أداء ESG تتسم استثماراتها بالكفاءة. كما تساهم تلك الممارسات في تخفيض ميول المديرين نحو الإفراط في الاستثمارات عند وجود عدد كبير من المديرين الأجانب في مجلس إدارة الشركات، لكن لم تتحقق نفس النتائج في حالة الشركات التي تواجه حالات نقص الاستثمارات.

كما تناولت دراسة (Bilyay- Erdogan et al., 2024) العلاقة بين ممارسات أداء ESG وكفاءة الاستثمار في الشركات، وذلك باستخدام عينة شملت (١٠٩٤) شركة أوروبية خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠١٩). وتوصلت الدراسة إلى أن التزام الشركات بممارسات أداء ESG يؤثر إيجابياً ومعنوياً على كفاءة الاستثمار، كما تساهم تلك الممارسات في الحد من مشاكل نقص الاستثمار، وذلك بسبب دورها الفعال في تخفيض القيود الكبيرة، وهو الأمر الذي يترتب عليه توفير التدفق النقدي وخفض المخاطر التي تواجه الشركات، ولم تتحقق النتائج بالنسبة للشركات ذات الالتزام المحدود بممارسات أداء ESG. وفي نفس السياق أشارت دراسة (حجازي وآخرون، ٢٠٢٤) من خلال تحليل بيانات (٣٤) شركة مصرية مدرجة في مؤشر (EGX100) خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠٢١)، أنه يوجد تأثير إيجابي بين التزام الشركات بممارسات الأداء الاجتماعي على كفاءة الاستثمار، مع مساهمتها في خفض مشاكل الاستثمار المفرط ونقص الاستثمار.

**وتأسيساً على ما تقدم، يتضح للباحثة؛ أولاً:** قلة عدد الدراسات العربية التي اهتمت بدراسة العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وكفاءة الاستثمار، مع عدم اهتمام أي من الدراسات السابقة بتناول تلك العلاقة في البيئة المصرية، حيث لم تتوصل الباحثة إلا لدراسة واحدة تناولت العلاقة (في حدود ما اطلعت عليه الباحثة)، وهو الأمر الذي يتطلب مزيداً من الدراسة والتحليل لتلك العلاقة في البيئة المصرية. **ثانياً:** تباين نتائج الدراسات وفقاً لمنظور النظريات المفسرة للعلاقة، حيث ترى نظريتي أصحاب المصالح والوكالة أن التزام الشركات يمثل هذه الممارسات يقودها للوقوع في مشاكل اقتصادية سلبية، قد تؤدي إلى مشاكل في الاستثمار لدى الشركات. **ثالثاً،** اتفاق معظم نتائج الدراسات التطبيقية السابقة على وجود تأثير إيجابياً للأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على كفاءة الاستثمار للشركات. وهو الأمر الذي ينطوي على وجود فجوة بحثية تتطلب البحث والتحليل في بيئة الأعمال المصرية، وتتوقع الباحثة احتمالية وجود تأثير لممارسات أداء ESG على كفاءة الاستثمار

وخفض مشاكل عدم كفاءة الاستثمار، وبذلك يُمكن للباحثة اشتقاق الفرض الثالث للدراسة، وذلك كما يلي:

**H<sub>3</sub>: يؤثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي إيجابياً ومعنوياً على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.**

٤-٤-٧ المجموعة الرابعة: الدراسات التي تناولت العلاقة غير المباشرة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي للشركات وكفاءة الاستثمار من خلال توسيط خطر التعثر المالي.

لم تتوصل الباحثة- في حدود علمها- إلى دراسات اهتمت باختبار العلاقة غير المباشرة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار في ظل توسيط خطر التعثر المالي. ولكن يمكن للباحثة أن تستنتج في ضوء ما تم تناوله من الدراسات السابقة، أنه يمكن أن يكون هناك علاقة غير مباشرة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار من خلال خطر التعثر المالي كمتغير وسيط، إلا أنها قد تكون في الاتجاه الإيجابي أو السلبي، وفقاً للنتائج التي توصلت لها الباحثة من تحليل النظريات والدراسات السابقة التي تناولت العلاقات بين متغيرات الدراسة. ومن ثم ترى الباحثة أن الأثر الوسيط لخطر التعثر المالي على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار يتبلور في وجهتي نظر وهما:

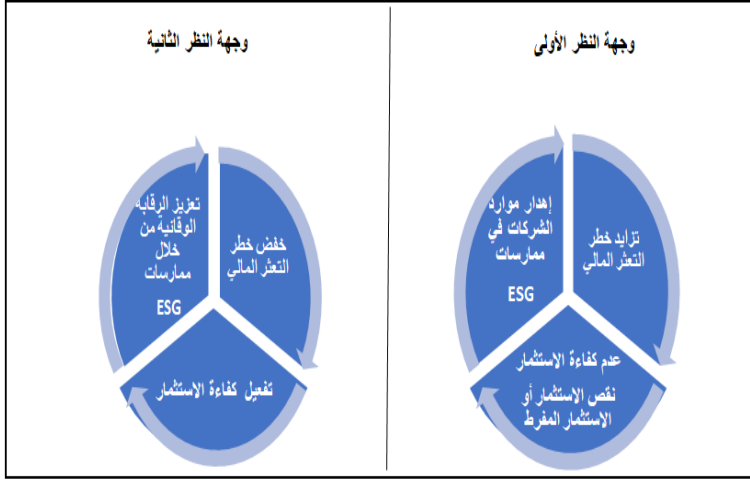
#### - وجهة النظر الأولى

تتبنى تلك الوجهة وجود أثر وسيط إيجابي لخطر التعثر المالي على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار؛ حيث تتوقع الباحثة أن استثمار الشركات في الأداء البيئي والاجتماعي قد لا يكون ميزة بل قد يعمل بشكل عكسي، ويتم إهدار موارد الشركات مع إساءة استخدام الموارد المالية، وبالتالي ضياع ثروات الملاك، بالإضافة إلى استخدام تلك الممارسات كآلية للغسيل الأخضر، بمعنى إخفاء السلوك الانتهازي للإدارة والتلاعب وإدارة الأرباح من خلال تصدير صورة عن أولوية البيئة والمجتمع لدى الشركات، مما يؤدي للمزيد من الصراعات بمجلس الإدارة ومختلف أصحاب المصالح، مما يُزيد من مشاكل الوكالة وتكاليفها، وبالتالي

تزايد القيود المالية وارتفاع تكاليف مصادر التمويل، وهو الأمر الذي يُزيد من احتمالات حدوث خطر التعثر المالي، وهو الأمر الذي قد ينعكس في النهاية إلى عدم كفاءة الاستثمار، الذي قد يتحقق من خلال تجنب الشركات تنفيذ الفرص الاستثمارية المربحة لعدم توافر التمويل الكافي (نقص الاستثمار)، أو الاتجاه إلى التمويل بالاقراض بتكلفة مرتفعة لحماية حقوق الدائنين الذين لديهم خوف من خطر التعثر المالي المتعرضة له الشركات المقترضة، وبالتالي تنفيذ المديرون الفرص الاستثمارية المربحة أو غير المربحة بهدف تحقيق الأهداف الشخصية لهم (الاستثمار المُفْرط).

### - وجهة النظر الثانية

تتأسس تلك الواجهة على وجود أثر وسيط سلبي لخطر التعثر المالي على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وكفاءة الاستثمار. حيث يمكن أن يعمل التزام الشركات بممارسات أداء ESG كآلية لتعزيز الشفافية والرقابة الوقائية، وبالتالي تخفيض مشاكل الوكالة والتعارض بين أصحاب المصالح، وإعادة بناء ثقة المستثمرين في الشركات الملتزمة بتلك الممارسات، مما يخفض العوائد المطلوبة من جانبهم، وكذلك تخفيض حجم التدفق النقدي الحر المتاح للمديرين، مما يؤدي إلى تخفيض القيود المالية التي تُعيق الشركات، ومن ثم توفير التمويل الداخلي والخارجي بأقل التكاليف، وبما يؤدي إلى خفض خطر التعثر المالي الذي تتعرض له الشركات، وهو الأمر الذي ينعكس بدوره على تحفيز الشركات على القيام بتنفيذ الفرص الاستثمارية المربحة والوصول لمستوى الاستثمار الأمثل. ويمكن ايضاح جهتي النظر السابقة والعلاقات بين متغيرات البحث من خلال الشكل رقم (١) التالي



شكل رقم (١): وجهتي نظر المجموعة الرابعة للدراسات السابقة  
المصدر: إعداد الباحثة

ومن ثم يمكن صياغة واشتقاق الفرض الرئيس الرابع للبحث كما يلي:  
**H<sub>4</sub>: يوجد تأثير وسيط لخطر التعثر المالي على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وكفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.**

#### ٥-٧ منهجية البحث

تناول البحث في الجزء الأول الدراسة النظرية التي مكنت الباحثة من اشتقاق فروض البحث، ويتناول البحث في هذا الجزء الدراسة التطبيقية، من خلال التعرض للجوانب التالية:

#### ١-٥-٧ هدف الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فروض البحث، وتحديدًا اختبار العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وخطر التعثر المالي، وكذلك اختبار العلاقة بين خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار، وأيضًا العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وكفاءة الاستثمار، فضلًا عن اختبار تأثير خطر التعثر المالي، كمتغير

وسيط على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار من خلال التحليل الاحصائي.

## ٧-٥-٢ مجتمع وعينة الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة كل الشركات المساهمة المقيدة والمتداول أسهمها في البورصة المصرية خلال الفترة من عام (٢٠١٨) وحتى عام (٢٠٢٣)، ويشتمل مجتمع الدراسة على (١٠) قطاعات وفقاً لتصنيف قطاعات سوق المال المصري. وقد تم استبعاد القطاع المالي بالكامل والذي يشمل البنوك والشركات المالية غير المصرفية نظراً لطبيعتها الخاصة من حيث طبيعة النشاط والتشريعات والمعالجات المحاسبية، كما تم استبعاد الشركات التي لا يتوافر عنها بيانات عن متغيرات الدراسة. وبالتالي، تم اختيار عينة تتكون من (٥٠) شركة غير مالية بعدد مشاهدات (٣٠٠) مشاهدة. ويوضح الجدول رقم (١) حصر وتبويب لعينة الدراسة وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها، ونسبة مشاهدات كل قطاع بالنسبة لإجمالي مشاهدات مفردات العينة.

جدول رقم (١): عدد شركات العينة والتكرارات مصنفة وفقاً للقطاعات

النسبة المئوية	المشاهدات	عدد الشركات	القطاع
٢٦%	٧٨	13	العقارات
٢٠%	٦٠	١٠	أغذية ومشروبات وتبغ
٦%	١٨	٣	الرعاية الصحية والأدوية
٨%	٢٤	٤	مقاولات وإنشاءات هندسية
١٠%	٣٠	٥	الموارد الأساسية
١٠%	30	5	مواد البناء
٤%	١٢	٢	منسوجات وسلع معمرة
٢%	٦	١	ورق ومواد تعبئة وتغليف
٤%	١٢	٢	خدمات النقل والشحن
١٠%	٣٠	٥	السياحة والترفيه
١٠٠%	٣٠٠	٥٠	الإجمالي

### ٣-٥-٧ مصادر الحصول على البيانات

اعتمدت الباحثة في جمع بيانات الدراسة التطبيقية على تحليل محتوى التقارير المالية لشركات العينة خلال فترة الدراسة، حيث تعتمد الدراسة التطبيقية على البيانات التاريخية الفعلية بمصادر المعلومات المتاحة على موقع أرقام وموقع شركة مصر، وموقع مباشر مصر، ومواقع الشركات الإلكترونية، وموقع البورصة المصرية.

### ٤-٥-٧ توصيف وقياس متغيرات الدراسة ونموذج البحث

#### المتغير التابع- كفاءة الاستثمار

اعتمدت الباحثة في قياس كفاءة الاستثمار على العديد من الدراسات السابقة (Biddle et al., 2009; Chen et al., 2017; Al-Hiyari et al., 2023) (شرف، ٢٠١٩؛ متولي، الشرقاوي، ٢٠٢٤) لكفاءة الاستثمار، حيث يتم قياس كفاءة الاستثمار بانحراف مستوى الاستثمار الفعلي (دالة لمعدل النمو في العام الماضي) عن مستوى الاستثمار المتوقع، والذي يعتمد على النموذج التالي:

$$Inv\ EFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t-1} + \beta_2 Growth_{i,t-1} + \beta_3 NEG_{i,t-1} * Growth_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

حيث إن:

- $INV\ EFF_{i,t}$  : إجمالي الاستثمار للشركة (i) عن السنة (t) مقاساً بنسبة صافي التدفقات من الأنشطة الاستثمارية إلى إجمالي الأصول.
- $NEG_{i,t-1}$  : متغير وهمي للشركة (i) عن السنة (t-1)، يأخذ القيمة (١) إذا كان معدل نمو المبيعات سالبة، ويأخذ القيمة (٠) إذا كان معدل نمو المبيعات موجب.
- $Growth_{i,t-1}$  : معدل التغير في المبيعات للشركة (i) عن السنة (t-1)، مقاساً بنسبة الفرق بين إجمالي المبيعات في نهاية العام عن بدايته منسوباً إلى إجمالي المبيعات في بداية العام.

$$\begin{aligned} \beta_0 & : \text{ ثابت الانحدار} \\ \beta_1: \beta_3 & : \text{ معاملات نموذج الانحدار} \\ \varepsilon_{it} & : \text{ الخطأ المتبقي (المؤشر العكسي لكفاءة الاستثمار)} \end{aligned}$$

ووفقاً للنموذج السابق، يتم قياس كفاءة الاستثمار من خلال القيمة المطلقة لبواقي نموذج الاستثمار الذي طوره (Biddle et al., 2009)، والقيمة المطلقة تعبر عن جميع الانحرافات المتعلقة بقرارات الاستثمار في الشركة. فإذا كان القيم المتبقية بالموجب، فهذا يشير إلى وجود الاستثمار المفرط، بينما إذا كان القيم المتبقية بالسالب، فهذا يشير إلى وجود نقص في الاستثمار. ثم يتم ضرب القيمة المطلقة في (-1) والقيم الأعلى تُشير إلى كفاءة استثمار أفضل.

### المتغير المستقل- الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG

يعبر مؤشر ESG عن المعلومات الكمية والنوعية والسرديّة، وتم إنشاء مؤشر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) من قبل المؤسسة المصرية للمديرين (EIOD) بتوجيه من ستاندرد أند بورز (S&P) في عام ٢٠٠٧. ويقاس المؤشر جودة المعلومات البيئية والاجتماعية والحوكمية (ESG) التي توفرها الشركات المصرية فيما يتعلق بجهودها في أبعاد ESG. ويتكون المؤشر من درجات كمية ونوعية ومركبة. وتعتمد الدرجة الكمية على الإفصاح والشفافية عن الثلاثة أبعاد (الممارسات البيئية، الممارسات الاجتماعية، حوكمة الشركات). وتعتمد الدرجة النوعية على مصادر مستقلة للمعلومات، والنشرات الإخبارية، والمواقع الإلكترونية، وملفات المسؤولية الاجتماعية للشركات، حيث يتم استخدامه لتقييم الأداء الفعلي للشركة على مقياس يتراوح من (١) إلى (٥). ثم يتم حساب الدرجة المركبة لكل شركة من خلال جمع الدرجات النوعية والكمية. يتم تحديد تصنيف كل شركة في المؤشر بناءً على درجة الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمية الخاصة بها مقارنةً بالشركات الأخرى، وذلك من خلال نسبة درجة كل شركة نسبةً إلى أعلى الشركات الحاصلة على المركز الأول وفقاً للمؤشر، وبما يتناسب مع حجم العينة المحددة بالدراسة



(شعبان، ٢٠١٩) (Aboud& Diab, 2019; Farooque et al., 2022; Al-  
.Hiyari et al., 2023)

### المتغير الوسيط – خطر التعثر المالي Z Score

قدم ألتمان (١٩٦٨) نموذجًا لقياس خطر التعثر المالي اعتمادًا على تحليل التمايز متعدد المتغيرات على أساس خمس نسب مالية (السوق، السيولة، النشاط، الربحية، المديونية). وذلك للتمييز بين الشركات الصناعية الناجحة وغير الناجحة. مع تحديد ثلاث مناطق رئيسية للتعثر المالي تتمثل في؛ أولاً، المنطقة الآمنة: حيث تتواجد الشركات الصناعية في هذه المنطقة إذا كانت قيمة z أكبر من (٢.٩٩). ثانيًا، المنطقة الرمادية: إذا كانت قيمة z تقع بين (١.٨١) و(٢.٩٩). ثالثًا، منطقة التعثر المالي: فإذا كانت قيمة z أقل من (١.٨١) فإن الشركات تقع في منطقة خطر التعثر المالي (Hassan, 2022).

وفي عام ١٩٩٣، قام ألتمان بتطوير نموده واستبدل العامل الرابع المتمثل في (نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى إجمالي الديون) بـ (نسبة القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى إجمالي الديون)، بما يتناسب مع الشركات غير الصناعية. وقد أدى هذا التعديل إلى بعض التعديلات في مناطق التعثر المالي. فإذا كانت الشركات لديها درجة Z أكبر من (٢.٩٠)، فإن هذه الشركات تقع في المنطقة الآمنة، بينما إذا كانت درجة z تقع بين (١.٢٣) إلى (٢.٩٠) فإن الشركات تقع في المنطقة الرمادية. وأخيرًا، تكون الشركات في منطقة التعثر المالي عندما تكون درجة Z أقل من (١.٢٣). وفي ذات السياق، قاما (Altman& Hotchkiss, 2010) بتطوير نموذج التمان مرة أخرى ليكون متسقًا مع طبيعة الأسواق الناشئة، وعُرف النموذج باسم درجة الأسواق الناشئة (EMS) (Hassan, 2022). وسيتم الاعتماد على نموذج Z-Score المخصص للأسواق الناشئة تماشيًا مع العديد من الدراسات السابقة (Jing et al., 2021; García & Herrero, 2021; Hassan, 2022; Truong & Nguyen, 2022) ويأخذ النموذج المعادلة التالية.

$$Z \text{ Score} = 3.25 + 6.56 X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

حيث إن:

Z Score	:	الدرجة الكاملة لمناطق التمييز
$X_1$	:	(رأس المال العامل ÷ إجمالي الأصول)
$X_2$	:	(الأرباح المحتجزة ÷ إجمالي الأصول)
$X_3$	:	(صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب ÷ إجمالي الأصول)
$X_4$	:	(القيمة الدفترية لحقوق الملكية ÷ إجمالي الديون)

وبناءً على ناتج المعادلة السابقة يتم تحديد المنطقة التي تعبر عن الوضع المالي للشركات على النحو التالي:

$Z \text{ Score} > 5.58$	:Safe Zone
$4.15 < Z \text{ Score} < 5.58$	:Gray Zone
$Z \text{ Score} < 4.15$	Distress :Zone

(Altman & Hotchkiss, 2010, P.267)

وتُعتبر منطقة الأمان (Safe Zone) عن وضع الشركة الأمان الذي يضمن لها البقاء والاستمرار، بينما تُعتبر المنطقة الرمادية (Gray Zone) عن وضع عدم التأكد فيما يتعلق بتحديد الوضع المالي للشركة، وأخيراً منطقة التعثر المالي (Distress Zone) التي تعبر عن تعثر الشركة ماليًا، وهو الأمر الذي قد يقودها للتصفية والإفلاس المالي.

## المتغيرات الرقابية

هناك بعض المتغيرات التي قد تؤثر على الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي للشركات؛ لذلك سيتم إدراجها كمتغيرات رقابية بنماذج الانحدار وتتمثل في:

١- **حجم الشركة F. Size**: فقد أوضح بعض الدراسات وجود تأثير لحجم الشركات على التزام الشركات بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي، وكذلك على خطر التعثر المالي، حيث من المتوقع أن الشركات متوسطة وصغيرة الحجم تكون أكثر التزامًا بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي، وتم حسابها من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Hassan, 2022; Al-Hiyari et al., 2023; Li & Hu, 2024).

٢- **نوع ملكية الشركات (SOEs) state-owned enterprises**: تعتبر نوع الملكية إحدى محددات تأثير التزام الشركات بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على خطر التعثر المالي، ومن المتوقع أن تأثير ممارسات أداء ESG على خطر التعثر المالي يكون أكثر وضوحًا في الشركات غير الحكومية، وتم قياس المتغير كمتغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كانت الشركة حكومية، ويأخذ القيمة (٠) إذا كانت الشركة بخلاف ذلك (Li & Hu, 2024).

٣- **نوع مكتب المراجعة AUDIT**: أحد محددات تأثير التزام الشركات بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على خطر التعثر المالي، ومن المتوقع أن تأثير ممارسات أداء ESG على خطر التعثر المالي يكون أكثر وضوحًا للشركات التي يتم مراجعتها من قبل مكاتب المراجعة الكبرى. وتم قياس المتغير كمتغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كانت الشركة يتم مراجعتها من قبل مكاتب المراجعة الكبرى، ويأخذ القيمة (٠) إذا كانت الشركة بخلاف ذلك (Li & Hu, 2024).

وتعرض الباحثة في الجدول التالي توصيفًا لمتغيرات الدراسة ورمزها في التحليل الإحصائي والعلاقات المتوقعة للمتغيرات المفسرة مع المتغير التابع

### جدول رقم (٢): توصيف وقياس متغيرات الدراسة

الرمز	قياس المتغيرات						
$INVEFF_{it}$	إجمالي الاستثمار للشركة (i) عن السنة (t) مقاساً بنسبة صافي التدفقات من الأنشطة الاستثمارية إلى إجمالي الأصول.						
$NEG_{i,t-1}$	متغير وهمي للشركة (i) عن السنة (t-1)، يأخذ القيمة (١) إذا كان معدل نمو المبيعات سالبة، ويأخذ القيمة (٠) إذا كان معدل نمو المبيعات موجب.						
$Growth_{i,t-1}$	معدل التغير في المبيعات للشركة (i) عن السنة (t-1)، مقاساً بنسبة الفرق بين إجمالي المبيعات في نهاية العام عن بدايته إلى إجمالي المبيعات في بداية العام.						
ESG	يتم تحديد تصنيف كل شركة في المؤشر بناءً على درجة الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) الخاصة بها مقارنة بالشركات الأخرى.						
Z Score	ويتم تحديد الوضع المالي للشركة وفقاً للمعادلة التالية: $Z\ Score = 3.25 + 6.56 X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$ حيث:						
	<table border="1"> <tr> <td>Z Score &gt; 5.58</td> <td>Safe Zone</td> </tr> <tr> <td>4.15 &lt; Z Score &lt; 5.58</td> <td>Gray Zone</td> </tr> <tr> <td>Z Score &lt; 4.15</td> <td>Distress Zone</td> </tr> </table>	Z Score > 5.58	Safe Zone	4.15 < Z Score < 5.58	Gray Zone	Z Score < 4.15	Distress Zone
Z Score > 5.58	Safe Zone						
4.15 < Z Score < 5.58	Gray Zone						
Z Score < 4.15	Distress Zone						
F. size	حجم الشركة مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة.						
SOEs	متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كانت الشركة حكومية، ويأخذ القيمة (٠) إذا كانت الشركة بخلاف ذلك.						
AUDIT	متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كانت الشركة يتم مراجعتها من قبل مكاتب المراجعة الكبرى، ويأخذ القيمة (٠) إذا كانت الشركة بخلاف ذلك.						

### ٧-٥-٥ أسلوب التحليل الإحصائي المستخدم في اختبار فروض البحث

لتحقيق هدف الدراسة واختبار فروض الدراسة تم الاعتماد على أسلوب تحليل المسارات Path Analysis لتقييم الأثر الوسيط لخطر التعثر المالي على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي للشركات ESG وكفاءة الاستثمار وذلك باستخدام برنامج STATA.14، ويمثل أسلوب تحليل المسارات أحد أساليب التحليل الإحصائي متعدد المتغيرات لبناء نموذج للعلاقات المتعددة بين المتغيرات المؤثرة وكذلك المتأثرة.

هذا، ويمكن التعبير عن ذلك النموذج الهيكلي من خلال المعادلات التالية اتساقاً مع الجانب النظري للتعبير عن العلاقات بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وخطر التعثر المالي، وكذلك خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار، فضلاً

أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG على خطر التعثر المالي وانعكاس ذلك على ....  
د/ أميره حامد السيد حامد

عن العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وكفاءة الاستثمار، وأخيرًا الأثر الوسيط لخطر التعثر المالي على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وكفاءة الاستثمار، وذلك كما يلي:

$Z\ Score = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 F. Size + \beta_3 SOEs + \beta_4 AUDIT + \epsilon_{it} (1)$
$INV\ EFF = \beta_0 + \beta_1 Z\ Score + \beta_2 F. Size + \beta_3 SOEs + \beta_4 AUDIT + \epsilon_{it} (2)$
$INV\ EFF = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 F. Size + \beta_3 SOEs + \beta_4 AUDIT + \epsilon_{it} (3)$

حيث إن:

Z Score	: خطر التعثر المالي
ESG	: الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي
INV EFF	: كفاءة الاستثمار
F. Size	: حجم الشركة
SOEs	: نوع ملكية الشركة
AUDIT	: نوع مكتب المراجعة
$\beta_0$	: ثابت الانحدار
$\beta_1: \beta_4$	: معاملات نموذج الانحدار
$\epsilon_{it}$	: معامل الخطأ المتبقي

#### ٦-٥-٧ تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث

يهدف هذا القسم إلى القيام بعرض مجموعة من الاختبارات، والتي تشمل التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة، والتحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط)، وكذلك نموذج تحليل المسارات لاختبار فروض الدراسة.

#### ١-٦-٥-٧ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

يعرض الجدول رقم (٣) وصفًا للمتغيرات التي يتضمنها نماذج الدراسة وهي: الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي مجتمعة وبشكل مستقل، خطر التعثر المالي، كفاءة الاستثمار، حجم الشركة، نوع ملكية الشركة، وحجم مكتب المراجعة.

أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG على خطر التعثر المالي وانعكاس ذلك على ....  
د/ أميره حامد السيد حامد

### جدول رقم (٣): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث المنفصلة والمتصلة

المتغيرات المتصلة				
المتغيرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
ESG	43.276	2.930	37.680	50
E Score	34.134	6.110	17.5	50
S Score	34.462	7.147	19.321	50
G Score	31.180	8.616	20.06	50
Z Score	6.701	2.551	1.424	13.493
INV EFF	-0.403	0.846	-0.270	0.991
F. Size	6.0188	0.6٣7	4.793	8.071
المتغيرات المنفصلة				
SOEs				
بيان	التكرارات	النسبة المئوية		
المشاهدات التي بها ملكية غير حكومية	234	%78		
المشاهدات التي بها ملكية حكومية	66	%22		
الإجمالي	300	%100		
AUDIT				
بيان	التكرارات	النسبة المئوية		
المشاهدات التي بها مراجعة من قبل مكاتب المراجعة الكبرى	268	%89.33		
المشاهدات التي ليس بها مراجعة من قبل مكاتب المراجعة الكبرى	32	%١٠.٦٧		
الإجمالي	300	%١٠٠		

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- الوسط الحسابي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG (٤٣.٢٧٦) بانحراف معياري (٢.٩٣٠)، وبلغت أعلى وأدنى قيمة (٥٠، ٣٧.٦٨٠) على التوالي، والتفاوت بين أعلى وأدنى قيمة يرجع إلى اختلاف التزام الشركات بممارسات ESG، ولكن في المتوسط تبلغ درجة ESG (٤٣.٢٧٦)، وهذا الوسط أقل من الوسط الحسابي لدراسة (Al- Hiyari et al., 2023) والذي بلغ (٥٥.٤٤)، وكذلك أقل من الوسط الحسابي لدراسة (Li & Hu, 2024) والذي بلغ (٧٣.٥٨)، بينما يقترب من الوسط الحسابي لدراسة (Bilyay- Erdogan et al., 2024) والذي بلغ (٤٧.٦١٤)، وهذا يعني أن درجة ESG بالشركات المصرية أقل من درجته بالشركات الأوروبية والأسبوية.

- الوسط الحسابي للأداء البيئي E Score (٣٤.١٣٤) بانحراف معياري (٦.١١٠)، وبلغت أعلى وأدنى قيمة (٥٠، ١٧.٥) على التوالي، والتفاوت بين أعلى وأدنى قيمة يرجع إلى اختلاف الشركات في درجة الإفصاح عن ممارسات الأداء البيئي، ولكن في المتوسط تبلغ درجة E Score (٣٤.١٣٤)، وهذا الوسط أقل من الوسط الحسابي لدراسة (Li& Hu, 2024) والذي بلغ (٦١.٠٨)، وكذلك أقل من الوسط الحسابي لدراسة (Bilyay- Erdogan et al., 2024) والذي بلغ (٤٦.٤١٧)، وهذا يعني أن اهتمام الشركات المصرية بالإفصاح عن ممارسات الأداء البيئي يقل عن الشركات الأوروبية والأسبوية.
- الوسط الحسابي للأداء الاجتماعي S Score (٣٤.٤٦٢) بانحراف معياري (٧.١٤٧)، وبلغت أعلى وأدنى قيمة (٥٠، ١٩.٣٢١) على التوالي، والتفاوت بين أعلى وأدنى قيمة يرجع إلى اختلاف الشركات في درجة الالتزام بممارسات الأداء الاجتماعي، ولكن في المتوسط تبلغ درجة S Score (٣٤.٤٦٢)، وهذا الوسط أقل من الوسط الحسابي لدراسة (Li& Hu, 2024) والذي بلغ (٦٤.٦٨)، وكذلك أقل من الوسط الحسابي لدراسة (Bilyay- Erdogan et al., 2024) والذي بلغ (٥١.٥٨٢)، وهذا يعني أن اهتمام الشركات المصرية بالإفصاح عن ممارسات الأداء الاجتماعي يقل عن الشركات الأوروبية والأسبوية.
- الوسط الحسابي لأداء حوكمة الشركات G Score (٣١.١٨٠) بانحراف معياري (٨.٦١٦)، وبلغت أعلى وأدنى قيمة (٥٠، ٢٠.٠٦) على التوالي، والتفاوت بين أعلى وأدنى قيمة يرجع إلى اتجاه الشركات في الفترات الأخيرة للالتزام بممارسات الحوكمة، ولكن في المتوسط تبلغ درجة G Score (٣١.١٨٠)، وهذا الوسط أقل من الوسط الحسابي لدراسة (Li& Hu, 2024) والذي بلغ (٧٩.٩٤)، وكذلك أقل من الوسط الحسابي لدراسة (Bilyay- Erdogan et al., 2024) والذي بلغ (٥٠.٤٦٢)، وهذا يعني أن اهتمام الشركات المصرية بالإفصاح عن ممارسات حوكمة الشركات يقل عن الشركات الأوروبية والأسبوية.

- الوسط الحسابي لخطر التعثر المالي Z Score (٦.٧٠١) بانحراف معياري (٢.٥٥١) وبلغت أعلى وأدنى قيمة (١٣.٤٩٣، ١.٤٢٤) على التوالي، والتفاوت بين أعلى وأدنى قيمة يرجع إلى التفاوت الكبير بين الشركات في قيمة خطر التعثر المالي، ولكن في المتوسط يبلغ خطر التعثر المالي (٦.٧٠١)، مما يُشير لوقوع الشركات الملتزمة بممارسات ESG في منطقة (Safe Zone)، وهذا الوسط يقترب من الوسط الحسابي لدراسة (Hassan,2022) والذي بلغ (٦.٩٣٨)، وأيضًا دراسة (النجار، بسيوني، ٢٠٢٢) والذي بلغ (٦.٦٥٨)، ولكن أعلى من الوسط الحسابي لدراسة (Li& Hu, 2024) والذي بلغ (٤.٨٨١).
- الوسط الحسابي لكفاءة الاستثمار INV EFF بلغ (- ٠.٤٠٧) بانحراف معياري (٠.٨٤٦) وبلغت أعلى وأدنى قيمة (٠.٩٩١، - ٠.٢٧٠) على التوالي، وهذا يعني التباين في كفاءة الاستثمار بين شركات عينة الدراسة، ويشير الوسط الحسابي لعدم كفاءة الاستثمار في شركات عينة الدراسة، كما أن عدم كفاءة الاستثمار قد اتخذت حالة نقص الاستثمار، حيث كانت قيم البواقي بالنموذج سالبة، نظرًا لانخفاض كفاءة الاستثمار للعام الحالي عن معدل نمو المبيعات للعام السابق له. والوسط الحسابي لكفاءة الاستثمار بالدراسة الحالية أقل من الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسة (Al-Hiyari et al., 2023) التي تمت في (7) دول تنتمي للأسواق المالية الناشئة والذي بلغ (- ٠.٠٧).
- الوسط الحسابي لحجم الشركة بلغ (٦.٠١٨) بانحراف معياري (٠.٦٣٧)، وبلغت أعلى وأدنى قيمة (٨.٠٧١، ٤.٧٩٣) على التوالي، وهذا يشير لاختلاف حجم الأصول بالشركات محل الدراسة.



### وفيما يتعلق بالمتغيرات المنفصلة:

- يتضح من الجدول أن عدد المشاهدات للشركات غير الحكومية بلغ عددها (٢٣٤) مشاهدة بنسبة (٧٨%)، بينما بلغ عدد المشاهدات للشركات الحكومية (٦٦) مشاهدة بنسبة (٢٢%).
- كما يتضح من الجدول أن عدد المشاهدات للشركات التي تم مراجعتها بواسطة مكاتب المراجعة الأربعة الكبار (Big4) بلغ عددها (268) مشاهدة بنسبة (89.33%). بينما بلغ عدد المشاهدات للشركات التي تم مراجعتها بواسطة مكاتب أخرى بخلاف مكاتب المراجعة الأربعة الكبار (32) مشاهدة بنسبة (10.67%).

### ٧-٥-٦-٢. نتائج التحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط)

تم الاعتماد على معامل ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة التطبيقية الواردة بنماذج الدراسة، ويوضح الجدول رقم (٤) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (٤): مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

Variabes	(1)	(2)	(٣)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) ESG	1				-0.1539**	0.1211**			
(2) E Score	0.1757**	1			0.1382**	-0.1160**			
(3) S Score	0.8827***		1		0.1153**	-0.1285**			
(4) G Score	0.7574***			1	-0.1559*	0.1156**			
(5) EMS					1	-0.1474***			
(6) INV EFF						1			
(7) F. Size	0.2986***	0.0628	0.1190***	0.0852	-0.3278***	-0.1224**	1		
(8) SOEs	-0.1100*	0.1348**	0.1332**	-0.1245**	0.0736	-0.0846		1	
(9) AUDIT	0.2092**	-0.0118	0.0353	0.0128	-0.1814**	-0.1150**			1
	*** $p < 0.01$ , ** $p < 0.05$ , * $p < 0.1$								

## يتضح من الجدول السابق:

- يوجد علاقة ارتباط سالبة بين التزام الشركات بممارسات ESG وخطر التعثر المالي؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (- 0.1539)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، وهذا الأمر يؤكد دور التزام الشركات بتلك الممارسات في تخفيف خطر التعثر المالي، من خلال بناء ثقة أصحاب المصالح في تلك الشركات وتوجيه استثماراتهم لها. كما يوجد علاقة ارتباط موجبة بين التزام الشركات بممارسات ESG وكفاءة الاستثمار، حيث بلغ معامل الارتباط (0.1211)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، حيث يساعد التزام الشركات بممارسات ESG من تفعيل العمليات التنظيمية بالشركات، وهو الأمر الذي يحول من تحقيق الاستثمارات غير المربحة للتدفقات النقدية الزائدة.
- يوجد علاقة ارتباط موجبة بين التزام الشركات بالممارسات البيئية E Score وخطر التعثر المالي؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.1382)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، ويشير ذلك إلى أن كثرة الإنفاق على الممارسات البيئية يؤدي إلى تعثر الشركات ماليًا. كما يوجد علاقة ارتباط سالبة بين التزام الشركات بممارسات E Score وكفاءة الاستثمار، حيث بلغ معامل الارتباط (- 0.1160)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، وهو الأمر الذي يشير إلى انخفاض كفاءة الاستثمار في ظل عدم توافر مصادر التمويل التي تم توجيه معظمها في الإفصاح عن التزام الشركات بالممارسات البيئية.
- يوجد علاقة ارتباط موجبة بين التزام الشركات بالممارسات الاجتماعية S Score وخطر التعثر المالي؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.1153)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، إذ أن توجيه مصادر التمويل بالشركات أيضًا على الممارسات الاجتماعية يؤدي إلى تعثر الشركات ماليًا، حيث قد تتحقق أنشطة المسؤولية الاجتماعية صراعًا بين أصحاب المصالح، نظرًا لتوظيف الموارد في صالح الجوانب الاجتماعية وعلى حساب أصحاب المصالح، ونشأة تكاليف غير ضرورية تؤدي لتفاقم المشكلة. كما يوجد علاقة ارتباط سالبة

بين التزام الشركات بالممارسات الاجتماعية وكفاءة الاستثمار، حيث بلغ معامل الارتباط (- 0.1285)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، وهو الأمر الذي يشير إلى انخفاض كفاءة الاستثمار في ظل التكاليف الناشئة عن الممارسات الاجتماعية، وهو الأمر الذي يقلل من المزايا التنافسية للشركات، وبالتالي انخفاض كفاءة الاستثمار.

- يوجد علاقة ارتباط سالبة بين التزام الشركات بممارسات الحوكمة G Score وخطر التعثر المالي؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (- 0.1009)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.1)، ويشير ذلك أن الالتزام بمحددات الحوكمة يؤدي إلى تفعيل الرقابة الوقائية، وهو الأمر الذي يُحد من خطر التعثر المالي. كما يوجد علاقة ارتباط موجبة بين التزام الشركات بممارسات الحوكمة G Score وكفاءة الاستثمار، حيث بلغ معامل الارتباط (0.1106)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، وهو الأمر الذي يشير إلى ارتفاع كفاءة الاستثمار في ظل الالتزام بحوكمة الشركات، حيث تساعد الرقابة الوقائية التي يوفرها التزام الشركات بمحددات الحوكمة في اكتشاف الاستثمارات غير المربحة وعالية المخاطر وتجنبها.

- يوجد علاقة ارتباط سالبة بين خطر التعثر المالي وكل من كفاءة الاستثمار وحجم الشركة؛ حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (- 0.1474، - 0.3278) على التوالي، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01). كما توجد علاقة ارتباط سالبة بين خطر التعثر المالي ونوع مكتب المراجعة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (- 0.1814)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05). بينما يوجد علاقة غير معنوية بين خطر التعثر المالي ونوعية ملكية الشركات.

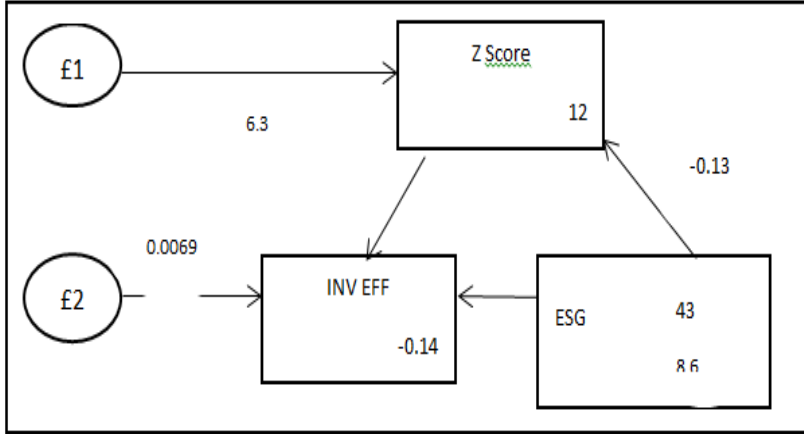
- يوجد علاقة ارتباط موجبة بين حجم الشركة وكل من التزام الشركات بممارسات ESG مجتمعة، والتزام الشركات بالممارسات الاجتماعية فقط؛ حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (0.2986، 0.1190) على التوالي، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01). كما توجد علاقة ارتباط سالبة بين حجم

الشركة وخطر التعثر المالي، حيث بلغ معامل الارتباط (- 0.3278)، وهذا الارتباط دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01). كما يوجد علاقة ارتباط سالبة بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار، حيث بلغ معامل الارتباط (-0.1224)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05).

- يوجد علاقة ارتباط موجبة بين نوع مكتب المراجعة والتزام الشركات بممارسات ESG، حيث بلغ قيمة معامل الارتباط (0.2092)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05). بينما توجد علاقة ارتباط سالبة بين نوع مكتب المراجعة وكل من خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار؛ حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (-0.1814، -0.1150) على التوالي، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05).

#### 3-6-5-7 نتائج اختبار فروض الدراسة

قدمت الدراسة أربعة فروض رئيسية لاختبار العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وخطر التعثر المالي، والعلاقة بين خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار، وأيضاً العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وكفاءة الاستثمار، وأخيراً أثر خطر التعثر المالي كمتغير وسيط على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وكفاءة الاستثمار، ويعرض كل من الشكل رقم (2) والجدول رقم (7) تقديرات معاملات النموذج الهيكلي الذي تم بناؤه، للحكم على مدى ملاءمة النموذج للبيانات التي تم جمعها، وتم استخدام مؤشرات حُسن التوافق.



شكل رقم (٢): تقديرات معاملات النموذج الهيكلي للعلاقات السببية بين المتغيرات وقد تم الإعتماد علي مجموعة من المعايير الإحصائية للتأكد من جودة النموذج الكلي، وذلك على النحو التالي:

### أولاً. الجذر التربيعي لمتوسط مربعات خطأ التقدير التقريبي (RMSEA) Root Mean Square Error Of Approximation

يُعد ذلك المؤشر من أهم المؤشرات المستخدمة للتحقق من حسن مطابقة البيانات التي تم جمعها مع النموذج الذي تم بناؤه، نظرًا لعدم ارتباطه بحجم العينة علي عكس مؤشر جودة التوافق المقارن CFI، وبناءً عليه إذا كان ناتج القيمة أقل من أو تساوي (الصفر)، فذلك دليل علي ملاءمة البيانات للنموذج، بينما إذا كانت القيمة أكبر من (الصفر)، فيتم رفض النموذج نظرًا لعدم اتساقه مع البيانات التي تم جمعها.

### ثانياً. مؤشر جودة التوافق المقارن (CFI) Comparative Fit Index

يستخدم ذلك المؤشر أيضًا لتقييم جودة النموذج، وإذا كانت القيمة أكبر من أو تساوي (٩٠%)، فذلك دليل على ملاءمة البيانات للنموذج، أما إذا كانت القيمة أقل من (٩٠%)، فهذا يشير لعدم ملائمة البيانات للنموذج.

### ثالثًا. مؤشر توكر- لويس (Tucker-Lewis Index (TLI):

يشير ذلك المؤشر، أنه إذا كانت القيمة أكبر من (٩٥%)، فهذا يعكس ملاءمة البيانات للنموذج، أما إذا كانت القيمة أقل من (٩٥%) فذلك يشير لعدم ملاءمة البيانات للنموذج.

### رابعًا. بواقي الجذر التربيعي المعياري للمتوسط Standardized Root Mean Squared Residual (SRMR):

وفقًا لذلك المؤشر، إذا كانت القيمة أقل من أو تساوي (٠.٠٨)، فهذا يعني قبول النموذج وملاءمة بيانات العينة للنموذج.

ويعرض الجدول رقم (٥) مؤشرات جودة المطابقة الكلية (Goodness of Fit)، والذي يعكس نتائج المؤشرات السابقة والتي تؤكد على مطابقة البيانات التي تم جمعها مع النموذج الهيكلي الذي تم بناؤه.

#### جدول رقم (٥): مؤشرات جودة المطابقة الكلية

Value	T. Index
0	Root Mean Square Error of Approximation(RMSEA)
%100	Comparative Fit Index (CFI)
%100	Tucker-Lewis Index (TLI)
0	Standardized Root Mean Squared Residual (SRMR)

ويتضح من الجدول السابق إمكانية الاعتماد على هذا النموذج نظرًا لارتفاع جودة التوافق والمتمثلة فيما يلي: أولاً، قيمة الجذر التربيعي لمتوسط مربعات خطأ التقدير التقريبي تساوي (صفر)، وهذه القيمة أقل من (٥%)، وبالتالي يتم قبول النموذج.

ثانيًا، قيمة مؤشر جودة التوفيق المقارن تساوي (١٠٠%)، ويدل ذلك على أن التوافق تام بمعنى مطابقة البيانات للنموذج جيدة. ثالثًا، قيمة مؤشر توكر- لويس تساوي (١٠٠%)، وقد تجاوزت نسبة (٩٥%)، مما يشير لملاءمة بيانات العينة للنموذج. رابعًا، قيمة مؤشر بواقي الجذر التربيعي المعياري للمتوسط تساوي صفر، وهو ما يدل على قبول النموذج لملاءمة بيانات العينة للنموذج.

بجانب مؤشرات جودة التطابق لنموذج الدراسة، يتم حساب معامل التحديد بين متغيرات الدراسة، حيث أنّ معامل التحديد (R2) يفسر مقدار تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع والوسيط، ويتم توضيح ذلك من خلال الجدول رقم (٦) التالي:

جدول رقم (٦): معامل التحديد R<sup>2</sup>

R <sup>2</sup>	Variables
0.0236753	Z Score
0.0316326	INV EFF

يتضح من الجدول رقم (٦) السابق أن المتغير المستقل ESG يفسر (٣.١٦%) من التغير في المتغير التابع وهو كفاءة الاستثمار من خلال المتغير الوسيط وهو خطر التعثر المالي، كما تفسر ESG (٢.٣٧%) من التغير في خطر التعثر المالي.

هذا، ويعرض الجدول رقم (٧) مستوي المعنوية ومعاملات التقدير ومعاملات الثقة والخطأ المعياري التي تعبر عن العلاقات السببية بين المتغيرات.

جدول رقم (٧): تقديرات معاملات النموذج الهيكلي للعلاقات السببية بين المتغيرات

Interval	95% Conf.	P>Z	Z	St. Err.	Coef.	المتغيرات
-0.0366147	-2.313004	0.007	-2.70	0.0496656	-0.1339576	ESG
16.72091	8.276419	0.000	5.80	2.154247	12.49867	Cons
.104483	.0108925	0.016	2.42	.0238756	.0576878	E
6.354986	3.109759	0.000	5.72	.8278792	4.732373	Cons
.081279	.0010304	0.044	2.01	.020472	.0411547	S
6.695304	3.871125	0.000	7.33	.720467	5.283214	Cons
-.0130779	0.0792734	0.006	-2.73	0.0168869	-0.0461757	G
9.211788	7.07071	0.000	14.91	0.5462036	8.141249	Cons

أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG على خطر التعثر المالي وانعكاس ذلك على ....

د/ أميره حامد السيد حامد

-0.006358	-0.008116	0.022	-2.29	.0019082	-.0043759	Z Score	INV EFF
.0061681	-.0003442	0.080	1.75	.0016613	.002912	ESG	
.0101754	-.2841722	0.068	-1.82	.07509	-.1369984	Cons	
.0002072	-.0029097	0.089	-1.70	.0007951	-.0013512	E	
0.0919562	-.0207645	0.216	1.24	.0287558	.0355959	Cons	
-.00013	-.0026653	0.048	-1.98	0.0006766	-.0013392	S	
.0860658	-0.0146244	0.164	1.39	.0256867	0.0357207	Cons	
0.0020418	-0.0001751	0.099	1.65	0.0005656	0.0009334	G	
0.0067963	-0.08665	0.094	-1.67	0.0238388	-0.0399269	Cons	

طبقاً لنتائج التحليل الإحصائي للنموذج الهيكلي كما يوضحها الشكل رقم (2) والجدول رقم (٧) يتضح وجود علاقة معنوية سلبية بين التزام الشركات بممارسات ESG وخطر التعثر المالي عند مستوى معنوية أقل من (١%)، ويوفر ذلك دليلاً إحصائياً على أن الشركات الأكثر التزاماً بممارسات ESG ترتفع لديها المقدرة على تجنب خطر التعثر المالي، وبناءً عليه يتم قبول الفرض الأول. كذلك أشارت نتائج التحليل الإحصائي عند تحليل الأبعاد الثلاثة لممارسات ESG، وجود علاقة معنوية إيجابية بين التزام الشركات بكل من الممارسات البيئية E Score والاجتماعية S Score وخطر التعثر المالي عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وهو الأمر الذي يعكس الصراعات التي قد تنشأ بين مختلف أصحاب المصالح عند توجيه موارد الشركة على الأنشطة البيئية والاجتماعية، وهو الأمر الذي يحد من تقديم أصحاب المصالح مصادر تمويل لكافة أنشطة الشركة بما فيها الأنشطة التشغيلية، وبالتالي ارتفاع احتمالات حدوث خطر التعثر المالي. بينما أشارت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة معنوية سلبية بين التزام الشركات بممارسات الحوكمة G Score وخطر التعثر المالي عند مستوى معنوية أقل من (١%)، حيث تسهم ممارسات الحوكمة لدى الشركات من تفعيل آليات الرقابة الوقائية، والتي تساعد في تخفيض احتمال وجود خطر التعثر المالي.

كما أوضحت النتائج طبقاً للجدول رقم (٧) وجود علاقة سلبية معنوية بين خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، حيث تُفرض حالة نقص مصادر التمويل الداخلية والخارجية في ظل انتشار خطر التعثر المالي المزيد



من القيود على إدارة الشركات من استغلال الفرص الاستثمارية المربحة، وهو الأمر الذي يوفر بيئة مهيأة لعدم كفاءة الاستثمار وفقاً لحالة نقص الاستثمار، وبناءً عليه يتم قبول الفرض الثاني.

وطبقاً لنتائج التحليل الإحصائي كما يوضحها الشكل رقم (٢) والجدول رقم (٧) يتضح وجود علاقة إيجابية معنوية بين التزام الشركات بممارسات ESG مجتمعة وكفاءة الاستثمار، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى أقل من (١٠%)، حيث يعزز التزام الشركات بمثل هذه الممارسات من الشفافية في بيئة الأعمال، وهو الأمر الذي يمنح الثقة لدى مختلف أصحاب المصالح في تلك الشركات، ويتم دعمها بالمزيد من التمويل الذي ينعكس على تحسين كفاءة الاستثمار لدى الشركات المدرجة بالمؤشر. كذلك أشارت نتائج التحليل الإحصائي عند تحليل الأبعاد الثلاثة لممارسات ESG، وجود علاقة سلبية معنوية بين التزام الشركات بكل من الممارسات البيئية E Score والاجتماعية S Score وكفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية أقل من (١٠%)، (٥%) على التوالي، وهو الأمر الذي يعكس المزيد من مشاكل عدم تماثل المعلومات بين مختلف أصحاب المصالح وبالتبعية مشكلة الاختيار العكسي، وهو الأمر الذي يؤدي إلى انسحاب المستثمرين من التعاملات مع مثل هذه الشركات، ومن ثم نقص الاستثمارات كأحد حالات عدم كفاءة الاستثمار. بينما أشارت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة إيجابية معنوية بين التزام الشركات بممارسات الحوكمة G Score وكفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية أقل من (١٠%)، حيث تسهم ممارسات الحوكمة لدى الشركات في التخفيف من ميول المديرين من الإفراط في الاستثمار، مع الضغط عليهم لتحسين الكفاءة التشغيلية والتركيز بشكل أكبر على الأداء المالي على المدى الطويل، كذلك توفير رقابة ومراجعة مستدامة من قبل مختلف أصحاب المصالح، وبناءً عليه يتم قبول الفرض الثالث.

ويعرض الجدول رقم (٨) الآثار المباشرة وغير المباشرة للمتغيرات المستقلة والوسيلة على المتغير التابع كفاءة الاستثمار

أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG على خطر التعثر المالي وانعكاس ذلك على ....  
د/ أميره حامد السيد حامد

Total Effect	Indirect	Direct	إتجاه المسار
-0.1339576	-----	-0.1339576	Z SCORE ← ESG
-0.0043759	-----	-0.0043759	INV EFF ← Z SCORE
-----	-----	0.002912	INV EFF ← ESG
-----	.....٥٨٦٦٢	-----	INV EFF ← Z SCORE ← ESG
.....٣٤٩٨١	.....٥٨٦٦٢	0.002912	INV EFF ← ESG

#### أ- نتيجة اختبار الفرض الأول (H<sub>1</sub>):

لاختبار مدى تأثير خطر التعثر المالي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية كمتغير تابع، بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي للشركات كمتغير مستقل، وطبقاً لنتائج التحليل الإحصائي للنموذج الهيكلي كما يوضح الشكل رقم (٢) والجدول رقم (٨) يتضح وجود علاقة سلبية معنوية بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي ESG وخطر التعثر المالي، عند مستوى معنوية أقل من (١%)، حيث وقعت شركات العينة في منطقة Safe Zone، ويوفر ذلك دليلاً إحصائياً على أن الشركات الأكثر التزاماً بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي تتوافر لديها الإجراءات والتدابير التي تمكنها من رفع مقدرتها للحد من خطر التعثر المالي، وبناءً عليه يتم قبول الفرض الأول. وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراستا (Boubaker et al., 2020; Li & Hu, 2024)، ولم تتفق هذه النتيجة مع دراسة (Mutasyah & Hariyono, 2024).

#### ب- نتيجة اختبار الفرض الثاني (H<sub>2</sub>):

لاختبار مدى تأثير كفاءة الاستثمار للشركات المقيدة بالبورصة المصرية كمتغير تابع، بخطر التعثر المالي كمتغير مستقل، وطبقاً لنتائج التحليل الإحصائي للنموذج الهيكلي كما يوضح الشكل رقم (٢) والجدول رقم (٨) يتضح وجود

علاقة سلبية معنوية بين خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار، عند مستوى معنوية (5%)، ويوفر ذلك دليلاً إحصائياً على أن الشركات التي تقع في منطقة خطر التعثر المالي ينخفض لديها كفاءة الاستثمار، وتكون الحالة التي يظهر بها عدم كفاءة الاستثمار هو نقص الاستثمار، وقد يرجع ذلك لعدم مقدرة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية على توفير مصادر التمويل بالاقتراض لارتفاع تكلفته من قبل الدائنين، حيث يتجنب الدائنون التعامل مع الشركات ذات الوضع المتعثر مالياً، وبناءً عليه يتم قبول الفرض الثاني. وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراستا كل من (Tran, 2020; Gonzalez, 2020; Habib et al., 2024).

### ج- نتيجة اختبار الفرض الثالث (H<sub>3</sub>):

لاختبار مدى تأثير كفاءة الاستثمار للشركات المقيدة بالبورصة المصرية كمتغير تابع، بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي كمتغير مستقل، وطبقاً لنتائج التحليل الإحصائي للنموذج الهيكلي كما يوضحه الشكل رقم (2) والجدول رقم (8) يتضح وجود علاقة إيجابية معنوية بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار، عند مستوى معنوية (10%)، ويوفر ذلك دليلاً إحصائياً على أن الشركات الأكثر التزاماً بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي تتوافر لديها العديد من الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبه، ويكون أصحاب المصالح على استعداد لتوفير مصادر التمويل المختلفة بأقل تكلفة، نظراً لتقنتهم في أداء الشركة والذي يعكسه التزام الشركات بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي، وبناءً عليه يتم قبول الفرض الثالث. وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة كل من (Eliwa et al., 2021; Al- Hiyari et al., 2023; Bilyay- Erdogan et al., 2024).

### د- نتيجة اختبار الفرض الرابع (H<sub>4</sub>):

لاختبار أثر خطر التعثر المالي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية كمتغير وسيط على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي كمتغير مستقل وكفاءة الاستثمار كمتغير تابع، فطبقاً لنتائج التحليل الإحصائي للنموذج الهيكلي يتضح وجود

علاقة سلبية معنوية بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وخطر التعثر المالي عند مستوى معنوية (1%)، وكذلك وجود علاقة سلبية معنوية بين خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية (5%)، وأيضاً وجود علاقة إيجابية معنوية بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وكفاءة الاستثمار عند (10%) وذلك كما سبق إيضاحه بالجدول رقم (٧).

وارتباطاً بالآثار المباشرة وغير المباشرة على كفاءة الاستثمار، أوضح الجدول رقم (٨) أنه على الرغم من وجود أثر مباشر سلبياً معنوياً للأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على خطر التعثر المالي عند مستوى معنوية (1%)، وأيضاً وجود أثر مباشر إيجابياً معنوياً للأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على كفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية (10%)، فإنه يوجد أثر غير مباشر إيجابياً معنوياً للأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على كفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية (5%)، مما يترتب عليه زيادة تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على كفاءة الاستثمار، وذلك عندما تتوسط العلاقة خطر التعثر المالي، حيث أن الأثر الكلي لتوسط خطر التعثر المالي على العلاقة بين ESG وكفاءة الاستثمار زاد من مستوى المعنوية للعلاقة بين ممارسات ESG وكفاءة الاستثمار من مستوي المعنوية عند (10%) إلى مستوى المعنوية عند (5%).

وفيما يتعلق بقيمة التأثير الكلي بين ممارسات ESG للشركات وكفاءة الاستثمار، فقد بلغ (0.0034981)، وذلك نتيجة للأثر المباشر لممارسات ESG على كفاءة الاستثمار، والتي بلغت (0.002912)، والأثر الغير مباشر لممارسات ESG على كفاءة الاستثمار، عندما يتوسط العلاقة خطر التعثر المالي والتي بلغت (0.00058662)؛ وهو يمثل ناتج حاصل ضرب (-) 0.1339576 \* - . (0.0043759).

واستكمالاً لما تقدم، توضح نتائج اختبار الفرض الرابع وجود وساطة جزئية Partial Mediation نظرًا لأن العلاقات المباشرة بين المتغيرات وبعضها البعض

علاقات معنوية المتمثلة في؛ أولاً: العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وخطر التعثر المالي. ثانياً: العلاقة بين خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار. ثالثاً: العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار. وعندما توسط خطر التعثر المالي العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي للشركات وكفاءة الاستثمار ظلت العلاقة معنوية لم تتغير. لذا يتضح توافر دليلاً إحصائياً يؤيد وجهة النظر الثانية التي سبق عرضها عند استعراض الدراسات السابقة بالجانب النظري. وبناءً على ذلك يتم قبول الفرض الرابع.

## ٦-٧ النتائج والتوصيات وفرص البحث المستقبلية

### ١-٦-٧ النتائج

استهدف البحث دراسة واختبار العلاقة بين التزام الشركات بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وخطر التعثر المالي، والعلاقة بين خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار، وكذلك العلاقة بين التزام الشركات بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار، فضلاً عن اختبار الأثر الوسيط لخطر التعثر المالي على العلاقة بين التزام الشركات بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار، واختبار مدى تأثير بعض المتغيرات الرقابية على المتغيرات محل الدراسة، وفي ضوء الدراسة النظرية والدراسة التطبيقية التي تمت على عينة مكونة من (٥٠) شركة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١٨ وحتى عام ٢٠٢٣ حيث بلغت عدد المشاهدات (٣٠٠) مشاهدة، خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

١- تعتبر ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي من أهم الضوابط بالنسبة لكافة أصحاب المصالح في أسواق المال؛ وذلك لأنها مصدر رقابي وإشرافي بالشركات يسعى إلى تعزيز الشفافية في بيئة الأعمال، وهو الأمر الذي يساعد في الحد من خطر التعثر المالي، وبالتالي تفعيل كفاءة الاستثمار لدى الشركات الملزمة بممارسات ESG.

- ٢- هناك تفاوت بين الشركات في درجة الالتزام بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي، وأن ارتفاع مستوى الالتزام قد يُعبر عن تحسن الأداء المالي للشركات، مع ضمان استدامة الشركات.
- ٣- هناك علاقة سلبية معنوية بين التزام الشركات بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي وخطر التعثر المالي، حيث تنخفض احتمالية وجود خطر التعثر المالي مع زيادة التزام الشركات بممارسات ESG؛ حيث تزايد الكفاءة التنظيمية للعمليات التشغيلية بالشركات، مع تعزيز الشفافية، والحد من السلوك الانتهازي للمديرين، وبالتالي توافر مصادر التمويل من مختلف أصحاب المصالح، وهو الأمر الذي يؤدي لخفض خطر التعثر المالي، وبما يؤيد الفرض الأول.
- ٤- هناك علاقة سلبية معنوية بين خطر التعثر المالي وكفاءة الاستثمار، حيث أن وجود قيود على مصادر التمويل، يجعل المديرين تحت ضغوط تقيدهم من استغلال الفرص الاستثمارية المربحة وانتشار حالة نقص الاستثمار. وهو ما يؤيد الفرض الثاني.
- ٥- هناك علاقة إيجابية معنوية بين التزام الشركات بممارسات ESG وبين كفاءة الاستثمار، حيث أن تلك الممارسات تعزز الشفافية في بيئة الأعمال مع تحسين الأداء المالي وتوفير مصادر التمويل، وهو الأمر الذي يحفز إدارة الشركات من تنفيذ الفرص الاستثمارية المربحة، وتجنب الفرص الاستثمارية عالية المخاطر أو ذات صافي القيمة الحالية السالبة، وهو ما يؤيد الفرض الثالث.
- ٦- هناك علاقة غير مباشرة معنوية بين التزام الشركات بممارسات ESG وكفاءة الاستثمار في ظل وجود خطر التعثر المالي كمتغير وسيط، ويمكن تفسير ذلك بأنه عند التزام الشركات بممارسات ESG تزداد ثقة مختلف أصحاب في تلك الشركات، وبالتالي توفير مصادر التمويل بأقل التكاليف، مما يخفض من خطر التعثر المالي، وهو الأمر الذي ينعكس على تحسين كفاءة الاستثمار، وهو ما يؤيد الفرض الرابع.

## ٧-٦-٢ التوصيات

في ضوء ما خلُصت إليه الدراسة النظرية، ووفقاً لما توصلت إليه الدراسة التطبيقية من نتائج يمكن للباحثة اقتراح التوصيات التالية:

- ضرورة توجيه وتفعيل الاهتمام ودرجة الوعي لدى الشركات على الالتزام بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والبيئي، وهو الأمر الذي يضمن استدامة الشركات في بيئة الأعمال.
- تفعيل كافة أبعاد ممارسات ESG لضمان الدور الرقابي والإشرافي الفعال الذي يضمن الحد من مشاكل عدم تماثل المعلومات، ومن ثم انخفاض خطر التعثر المالي.
- توجيه اهتمام الباحثين والجهات المعنية لدراسة وتحليل كافة المحددات التي تُقيد من خطر التعثر المالي، والعمل على تعزيزها، بما يضمن تحسين كفاءة الاستثمار.
- ضرورة الاهتمام بنتائج الدراسة التطبيقية من قبل كافة أصحاب المصالح، حيث يمكن الحد من خطر التعثر المالي من خلال زيادة الالتزام بممارسات ESG، وبما يساعد من تفعيل كفاءة الاستثمار.

#### ٣-٦-٧ فرص البحث المستقبلية

- في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يمكن تدعيم تلك النتائج في بيئة الأعمال المصرية، من خلال تناول العناصر التالية بالبحث والتحليل وذلك لندرة الدراسات التي تناولتها (وفقاً لمعلومات الباحثة):
- دراسة أثر الإفصاح المالي للتغيرات المناخية على الأداء المالي للشركات.
  - دراسة أثر محددات الشركات على العلاقة بين التزام الشركات بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وكفاءة الاستثمار.
  - دراسة الأثر الوسيط لعدم تماثل المعلومات على العلاقة بين أداء الاستدامة وكفاءة الاستثمار.
  - دراسة أثر التزام الشركات بممارسات ESG على التجنب الضريبي وانعكاسه على قيمة الشركات.

## المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية

- النجار، سامح محمد أمين، بسيوني، مروة محمد ماهر. (٢٠٢٢)، أثر العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وجودة الأرباح على خطر التعثر المالي للشركات: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٣(٦)، ٢٥٩-٣٣٦.
- حجازي، هيام شعبان، عبد الهادي، جيهان موسى، غنيمي، سامي محمد أحمد. (٢٠٢٤)، أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار وخطر انهيار أسعار الأسهم- دراسة تطبيقية، *مجلة بنها للعلوم الإنسانية*، كلية التجارة، جامعة بنها، ٢(٣)، ٣٦٥-٣٨٩.
- حسين، محمد إبراهيم محمد. (٢٠١٩)، قياس تأثير جودة التقارير المالية وآليات حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢(٢٣). ٥٢٧-٥٨٤.
- شرف، إبراهيم أحمد إبراهيم. (٢٠١٩)، أثر ممارسات إدارة الأرباح على كفاءة الاستثمار بالشركات- دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٢(٣)، ٢٢٧-٢٨٥.
- شعبان، محمد رمضان محمد. (٢٠١٩)، أثر الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر الشركات المصري، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، ١(٦). ٣٧-٨٠.
- عبد العال، محمود موسى. (٢٠١٨)، محددات الإفصاح بتقارير الأعمال المتكاملة وأثر ذلك على نشاط سوق الأوراق المالية- دراسة تجريبية على الشركات المدرجة بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٨(٢١)، ١١١٠-١١٨٤.
- متولي، محمد صلاح الدين، الشرقاوي، السعيد عبد العظيم طلبه. (٢٠٢٤)، دراسة أثر النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج في مؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار في ضوء أزمة انتشار فيروس كورونا: دليل من البورصة المصرية، *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، ١(١٥)، ٣١٦-٣٦٢.
- محمد، أمجد حسن عبد الرحمن. (٢٠٢٤)، تأثير التدفق النقدي الحر على كفاءة الاستثمار: تحليل الدور الوسيط لنسبة تغطية الفائدة: دراسة تطبيقية على قطاع العقارات والمقاولات والإنشاءات الهندسية، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢(٢٨). ١٦٥-٢٠٨.



- يونس، نجاته محمد مرعي. (٢٠١٨)، أثر الإفصاح عن التقارير المتكاملة على ترشيده قرارات المستثمرين في بورصة الأوراق المالية المصرية " دراسة ميدانية"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٤ (٤٨). ١٥٣-٢٤٢.

### ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Aboud, A., & Diab, A. (2019). The financial and market consequences of environmental, social and governance ratings: The implications of recent political volatility in Egypt. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 10(3), 498-520.
- Ahmad, N., Mobarek, A., & Raid, M. (2023). Impact of global financial crisis on firm performance in UK: Moderating role of ESG, corporate governance and firm size. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2167548.
- Ahrends, M., Drobetz, W., & Nomikos, N. K. (2018). Corporate cash holdings in the shipping industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 112, 107-124.
- Aksar, M., Hassan, S., Kayani, M., Khan, S., & Ahmed, T. (2022). Cash holding and investment efficiency nexus for financially distressed firms: The moderating role of corporate governance. *Management Science Letters*, 12(1), 67-74.
- Al-Hiyari, A., Ismail, A. I., Kolsi, M. C., & Kehinde, O. H. (2023). Environmental, social and governance performance (ESG) and firm investment efficiency in emerging markets: the interaction effect of board cultural diversity. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(3), 650-673.
- Allman, E., & Won, J. (2022, October). The effect of ESG disclosure on corporate investment efficiency. In Proceedings of Paris December 2021 Finance Meeting EUROFIDAI-ESSEC, 1-76.

- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2010). Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt. *John Wiley & Sons*, 289.
- Amelia, P., & Setiawan, C. (2022, November). Predicting financial distress using dea and multivariate discriminant for tourism, restaurant, and hotel sector in indonesia. *Journal of International Conference Proceedings*, 5(4), 172-184. .
- Antunes, J., Wanke, P., Fonseca, T., & Tan, Y. (2023). Do ESG Risk Scores Influence Financial Distress? Evidence from a Dynamic NDEA Approach. *Sustainability*, 15(9), 7560.
- Arif, M., Sajjad, A., Farooq, S., Abrar, M. and Joyo, A.S. (2020). The impact of audit committee attributes on the quality and quantity of environmental, social and governance (ESG) disclosures. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21 (3), 497-514.
- Aust, I., Matthews, B., & Muller-Camen, M. (2020). Common good HRM: a paradigm shift in sustainable HRM?. *Human Resource Management Review*, 30(3), 100705.
- Bacha, S., Ajina, A., & Ben Saad, S. (2021). CSR performance and the cost of debt: does audit quality matter?. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(1), 137-158.
- Bahadori, N., Kaymak, T., & Seraj, M. (2021). Environmental, social, and governance factors in emerging markets: The impact on firm performance. *Business Strategy & Development*, 4(4), 411-422.
- Baker, S. R., Farrokhnia, R. A., Meyer, S., Pagel, M., & Yannelis, C. (2020). How does household spending respond to an epidemic? Consumption during the 2020 COVID-19 pandemic. *The Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 834-862.

- Baldini, M., Maso, L. D., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). Role of country-and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure. *Journal of Business Ethics*, 150, 79-98.
- Bao, X., Sadiq, M., Tye, W., & Zhang, J. (2024). The impact of environmental, social and governance (ESG) rating disparities on corporate risk: The mediating role of financing constraints. *Journal of Environmental Management*, 371, 123113.
- Barth, M. E. 2018. The future of financial reporting: Insights from research. *ABACUS*. 54(1), 66-78.
- Battisti, E., Miglietta, N., Nirino, N., & Villasalero Diaz, M. (2020). Value creation, innovation practice, and competitive advantage: Evidence from the FTSE MIB index. *European Journal of Innovation Management*, 23(2), 273-290.
- Ben Saad, S., & Belkacem, L. (2022). How does corporate social responsibility influence firm financial performance?. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 22(1), 1-22.
- Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of business ethics*, 148, 647-671.
- Bhagat, S., Moyen, N., & Suh, I. (2005). Investment and internal funds of distressed firms. *Journal of Corporate Finance*, 11(3), 449-472.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.
- Bilyay-Erdogan, S., Danisman, G. O., & Demir, E. (2024). ESG performance and investment efficiency: The impact of information asymmetry. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 91, 101919.

- Bloomberg (2022), “ESG may surpass \$41 trillion assets in 2022, but not without challenges, finds Bloomberg Intelligence”, **Available at:** <https://www.bloomberg.com/company/press/esg-may-surpass->
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk?. *Economic Modelling*, 91, 835-851.
- Brammer, S., Jackson, G., & Matten, D. (2012). Corporate social responsibility and institutional theory: New perspectives on private governance. *Socio-Economic Review*, 10(1), 3–28.
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716.
- Buła, R., Foltyn-Zarychta, M., & Krawczyńska, D. (2024). Disentangling ESG: Environmental, social and governance ratings and financial performance of Polish listed companies. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 86(1), 149-178.
- Camilleri, M. A. (2019). Theoretical insights on integrated reporting: Valuing the financial, social and sustainability disclosures. *Integrated Reporting: Antecedents and Perspectives for Organizations and Stakeholders*, 61-76.
- Chen, N., Sung, H.-C., & Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. *Pacific Accounting Review*, 29(3), 266-282.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- Cheng, L. T., Sharma, P., & Broadstock, D. C. (2023). Interactive effects of brand reputation and ESG on green bond issues: A sustainable

- development perspective. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 570-586.
- Cherkasova, V., & Rasadi, D. (2017). Earnings quality and investment efficiency: evidence from Eastern Europe. *Review of Economic Perspectives*, 17(4), 441-468.
  - Chouaibi, Y., & Zouari, G. (2022). The effect of corporate social responsibility practices on real earnings management: evidence from a European ESG data. *International Journal of Disclosure and Governance*, 19(1), 11-30.
  - Chychyla, R., Leone, A. J., & Minutti-Meza, M. 2019. Complexity of financial reporting standards and accounting expertise. *Journal of Accounting and Economics*. 67(1), 226-253.
  - Citterio, A., & King, T. (2023). The role of Environmental, Social, and Governance (ESG) in predicting bank financial distress. *Finance Research Letters*, 51, 103411.
  - Claasen, C., & Roloff, J. (2012). The link between responsibility and legitimacy: The case of De Beers in Namibia. *Journal of Business Ethics*, 107(3), 379–398.
  - Cohen, G. (2023). ESG risks and corporate survival. *Environment Systems and Decisions*, 43(1), 16-21.
  - Cook, K. A., Romi, A. M., Sánchez, D., & Sanchez, J. M. (2019). The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(3-4), 494-537.
  - Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2018). Does corporate social responsibility affect information asymmetry?. *Journal of business ethics*, 148, 549-572.
  - Da Silva Monteiro, S. M., & Aibar-Guzmán, B. (2010). Determinants of environmental disclosure in the annual reports of large companies

- operating in Portugal. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(4), 185-204.
- De Silva Lokuwaduge, C., Smark, C., & Mir, M. (2022). The surge of environmental social and governance reporting and sustainable development goals: some normative thoughts. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(2), 3-11.
  - Deegan, C. & Unerman, J. (2011), *Financial Accounting Theory*, 2nd ed., *McGraw-Hill Education*, London.
  - Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: the roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting Public Policy*, 33(4), 328–355.
  - Ebrahimi Rad, S. S., Embong, Z., Mohd-Saleh, N., & Jaffar, R. (2016). Financial information quality and investment efficiency: evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 12(1), 129-151.
  - Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management science*, 60(11), 2835-2857.
  - Eisdorfer, A. (2008). Empirical evidence of risk shifting in financially distressed firms. *The Journal of Finance*, 63(2), 609-637.
  - El Ghouli, S., & Karoui, A. (2021). What's in a (green) name? The consequences of greening fund names on fund flows, turnover, and performance. *Finance Research Letters*, 39, 101620.
  - El Ghouli, S., Guedhami, O., Kim, H., & Park, K. (2018). Corporate environmental responsibility and the cost of capital: International evidence. *Journal of Business Ethics*, 149, 335-361.

- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097.
- Elkington, J., & Hartigan, P. (2008). The power of unreasonable people: How social entrepreneurs create markets that change the world. *Harvard Business Press*.
- Ellili, N. O. D. (2022). Impact of ESG disclosure and financial reporting quality on investment efficiency. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 22(5), 1094-1111.
- Farooque, O. A., Dahawy, K. M., Shehata, N. F., & Soliman, M. T. (2022). ESG disclosure, board diversity and ownership: did the revolution make a difference in Egypt?. *Corporate Ownership & Control*, 19(2), 67-80.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64.
- Friedman, M. (1970), A Friedman doctrine: the social responsibility of business is to increase its profits, *The New York Times Magazine*, 13, 32-33.
- Fuadah, L. L., Mukhtarudin, M., Andriana, I., & Arisman, A. (2023). Environmental, Social and Governance (ESG). *Integrated Journal of Business and Economics*, 7(2), 459-472.
- Gao, R., & Yu, X. (2020). How to measure capital investment efficiency: a literature synthesis. *Accounting & Finance*, 60(1), 299-334.
- García, C. J., & Herrero, B. (2021). Female Directors, Capital Structure and Financial Distress. *Journal of Business Research*, 13(6), 592-600.

- Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40, 494-506.
- Gonzalez, F. (2020). Creditor rights, financial health, and corporate investment efficiency. *The North American Journal of Economics and Finance*, 51, 100873.
- Gordon, M. J. (1971). Towards a theory of financial distress. *The Journal of Finance*, 26(2), 347-356.
- Guariglia, A., & Yang, J. (2016). A balancing act: Managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market. *Journal of Corporate Finance*, 36, 111-130.
- Habib, A. M. (2023). Do business strategies and environmental, social, and governance (ESG) performance mitigate the likelihood of financial distress? A multiple mediation model. *Heliyon*, 9(7), 1-14.
- Habib, A. M., & Mourad, N. (2024). The influence of environmental, social and governance (ESG) practices on US firms' performance: Evidence from the coronavirus crisis. *Journal of the Knowledge Economy*, 15(1), 2549-2570.
- Habib, A., Costa, M. D., Huang, H. J., Bhuiyan, M. B. U., & Sun, L. (2020). Determinants and consequences of financial distress: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 60, 1023-1075.
- Habib, A., Ranasinghe, D., & Liu, Y. (2024). Labor investment efficiency: a review of the international literature. *Journal of Accounting Literature*. Available at: <https://www.emerald.com/insight/0737-4607.htm>
- Harel, R., Schwartz, D., & Kaufmann, D. (2021). Organizational culture processes for promoting innovation in small businesses. *EuroMed Journal of Business*, 16(2), 218-240.



- Harjoto, M., Laksmana, I. and Lee, R. (2015), Board diversity and corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics*, 132 (4), 641-660.
- Hassan, S. M. (2022). The Impact of Board of Directors' Characteristics on Financial Distress: Empirical Evidence from Egypt using Logit and Discriminant Analysis Models. *Scientific Journal for Financial and Commercial Studies and Researches (SJFCSR)*, 3(1), 205-234.
- He, Y., Chen, C., & Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47, 501-510.
- Herbert, J., & Harto, P. (2021). The Effect Of Financial Reporting Quality And Family Ownership On Investment Efficiency With Audit Quality As Moderating Variable (Empirical Study On Manufacture Firms Listed On Indonesia Stock Exchange In The Year Of 2015-2019). *Diponegoro Journal of Accounting*, 10(1), 1-12.
- Hossain, A., Bose, S., & Shamsuddin, A. (2022). Diffusion of integrated reporting, insights and potential avenues for future research. *Accounting & Finance*.63, 2503- 2555.
- Hubbard, R. G. (1998). Capital market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 193–225.
- Hutauruk, C. I., & Nurazi, R. (2024). Does the Individual Environment, Social, Government Score Could Mitigate the Financial Distress Risk?. *East Asian Journal of Multidisciplinary Research*, 3(3), 1213-1230.
- Ibrahim Abd-El Rehim Ibrahim, A. (2022). The Impact of Financial Distress on the Relationship between Managerial Ability and Audit Report Timeliness Evidence from Companies Listed on the Egyptian Stock Exchange. *Journal of Scientific Accounting Studies*, 4(1), 363-406.

- Jaafar, S. B., Hassan, H., & Ismail, S. (2021). Cash flow statement as a tool to predict financial distress. *Available at SSRN*, 3838158.
- Jackson, G., & Apostolakou, A. (2010). Corporate social responsibility in Western Europe: An institutional mirror or substitute?. *Journal of Business Ethics*, 94(3), 371–394.
- Jang, S. S., Ko, H., Chung, Y., & Woo, C. (2019). CSR, social ties and firm performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(6), 1310-1323.
- Jing, J., Leung, K., Ng, J., & Zhang, J. J. (2021). Fixing the Core, Earnings Management, and Sustainable Emergence from Financial Distress: Evidence from China's Special Treatment System. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, forthcoming, 1-26.
- Kapellas, K., & Siougle, G. (2018). The effect of IFRS adoption on investment management: A review of the literature. *Technology and investment*, 9(1), 1-23.
- Kashani, S. M., & Mousavi Shiri, M. (2022). The role of corporate governance in investment efficiency and financial information disclosure risk in companies listed on the Tehran stock exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 577.
- Kazemian, S., Hanif, S. M., Sanusi, Z. M., & Haat, M. H. C. (2018). Financial risk ratios and earnings management: reducing uncertainties in shariah-compliant companies. *Global Journal Al-Thaqafah*, 9-24.
- Kim, S. Y. (2018). Predicting hospitality financial distress with ensemble models: the case of US hotels, restaurants, and amusement and recreation. *Service Business*, 12(3), 483-503.
- King, M. (2013). Foreword to the PWC publication. The value creation journey: A survey of JSE Top-40 companies' integrated reports. *PWC*. Johannesburg.

- Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19-33.
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304-329.
- La Torre, M., Leo, S., & Panetta, I. C. (2021). Banks and environmental, social and governance drivers: Follow the market or the authorities?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), 1620-1634.
- Lai, A., Melloni, G., & Stacchezzini, R. (2016). Corporate sustainable development: is 'integrated reporting' a legitimization strategy?. *Business Strategy and the Environment*, 25(3), 165-177.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238.
- Li, H. X., Wang, Z. J., & Deng, X. L. (2008). Ownership, independent directors, agency costs and financial distress: evidence from Chinese listed companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 8(5), 622-636.
- Li, H., & Hu, Y. (2024). ESG rating and default risk: Evidence from China. *The North American Journal of Economics and Finance*, 102314.
- Li, Y., He, J., & Xiao, M. (2019). Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. *International Review of Economics & Finance*, 63, 138-151.
- Li, Z., Crook, J., Andreeva, G., & Tang, Y. (2021). Predicting the risk of financial distress using corporate governance measures. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68, 101334.

- Liao, X., & Liu, Y. (2014). Local fiscal distress and investment efficiency of local SOEs. China *Journal of Accounting Research*, 7(2), 119-147
- Lin, R. J., Tan, K. H., & Geng, Y. (2013). Market demand, green product innovation, and firm performance: evidence from Vietnam motorcycle industry. *Journal of Cleaner Production*, 40, 101-107.
- Liu, H., Jiang, J., Xue, R., Meng, X., & Hu, S. (2022). Corporate environmental governance scheme and investment efficiency over the course of COVID-19. *Finance Research Letters*, 47, 102726.
- Liu, L., & Tian, G. G. (2021). Mandatory CSR disclosure, monitoring and investment efficiency: Evidence from China. *Accounting & Finance*, 61(1), 595-644.
- Lokuwaduge, C. S. D. S., & Heenetigala, K. (2017). Integrating environmental, social and governance (ESG) disclosure for a sustainable development: An Australian study. *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 438-450.
- López-Gutiérrez, C., Sanfilippo-Azofra, S., & Torre-Olmo, B. (2015). Investment decisions of companies in financial distress. *BRQ Business Research Quarterly*, 18(3), 174-187.
- Maas, S., Schuster, T., & Hartmann, E. (2014). Pollution prevention and service stewardship strategies in the third-party logistics industry: Effects on firm differentiation and the moderating role of environmental communication. *Business Strategy and the Environment*, 23(1), 38-55.
- Makosa, L., Yang, J., Sitsha, L., & Jachi, M. (2020). Mandatory CSR disclosure and firm investment behavior: Evidence from a quasi-natural experiment in China. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 31(4), 33-47.

- Mansourfar, G. (2013). Econometrics and metaheuristic optimization approaches to international portfolio diversification. *Iranian Journal of Management Studies*, 6(6), 45-75.
- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Mevania, S., Wahyuni, S., Setyadi, E. J., & Inayati, N. I. (2022). The Effect of Managerial Ownership, Company Size, Liquidity, and Profitability on Financial Distress. *Journal Manajemen Bisnis, Akuntansi Dan Keuangan*, 1(2), 127-142.
- Mouline, B. (2021). A Literature Review on Corporate Cash Holdings Decisions. *The Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, 27(1), 143-154.
- Munandar, A., & Triyana, E. (2024). Corporate Governance Moderated Profitability, Liquidity and Cash Flow on Financial Distress. *Daengku: Journal of Humanities and Social Sciences Innovation*, 4(1), 131-146.
- Murashima, M. (2020). Do investors' reactions to CSR-related news communication differ by shareholder? An empirical analysis from Japan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(5), 781-796.
- Mutasyah, A., & Hariyono, A. (2024, August). The Effect of Environmental, Social, Governance on Financial Distress in Companies Listed on The Idx. In *Proceeding of International Conference on Social Science and Humanity*, 1(1), 98-108.
- Naeem, K., & Li, M. C. (2019). Corporate investment efficiency: The role of financial development in firms with financing constraints and agency issues in OECD non-financial firms. *International Review of Financial Analysis*, 62, 53-68.

- Najarzadeh, R., Rahimzadeh, F., & Reed, M. (2014). Does the Internet increase labor productivity? Evidence from a cross-country dynamic panel. *Journal of Policy Modeling*, 36(6), 986-993.
- Nugroho, N. A., & Hersugondo, H. (2022). Analisis pengaruh environment, social, governance (esg) disclosure terhadap kinerja keuangan perusahaan. *E-Bisnis: Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis*, 15(2), 233-243.
- Pacheco, L. (2017). Investment determinants at the firm-level: the case of Portuguese industrial SMEs. *International Journal of Business Science & Applied Management (IJBSAM)*, 12(2), 1-17.
- Pindado, J., Rodrigues, L., De La Torre, C., (2008). How do insolvency codes affect a firm's investment?. *Int. Rev. Law Econ.* 28 (4), 227-238.
- Purnomo, T. A. W. H., Kusuma, S. A. D., & Amelia, C. (2023). Pengungkapan Esg: Cara Efektif Untuk Mencapai Bisnis Berkelanjutan?. *Journal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 19(1), 15-30.
- PwC (2021), ESG Investor Survey: The Economic Realities of ESG, PwC, London, *Available at:* [www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/esg-investor-survey.html](http://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/esg-investor-survey.html)
- Quah, H., Haman, J., & Naidu, D. (2021). The effect of stock liquidity on investment efficiency under financing constraints and asymmetric information: Evidence from the United States. *Accounting & Finance*, 61, 2109-2150.
- Reverte, C. (2009). Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by spanish listed firms. *Journal of Business Ethics*, 88(2), 351-366.
- Sensini, L. (2015). Selection of Determinants in Corporate Financial Distress. *Europe*.
- Sharif, S., & Saleem, H. M. N. (2024). A Review on the Determinants of Financial Distress. *Pakistan Social Sciences Review*, 8(4), 473-484.

- Singh, R. (2010). Globalisation and capital market reforms: Impact on efficiency of the Indian stock market. *Decision*, 37(2), 5.
- Sultana, S., Zulkifli, N., & Zainal, D. (2018). Environmental, social and governance (ESG) and investment decision in Bangladesh. *Sustainability*, 10(6), 1831.
- Tran, Q. T. (2020). Foreign ownership and investment efficiency: new evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*, 15(6), 1185-1199.
- Truong, T. H., & Nguyen, L. S. (2022). Factors Affecting Bankruptcy Risks of Firms: Evidence from Listed Companies on Vietnamese Stock Market. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(3), 275-283.
- United Nations & Swiss Federal Department of Foreign Affairs (2004). Who cares wins. Connecting financial markets to a changing world. *Available at*: <https://www.unepfi.org/>.
- Velte, P. (2019). The bidirectional relationship between ESG performance and earnings management—empirical evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 10(4), 322-338.
- Vosoughi, M., Derakhshan, H., & Alipour, M. (2016). Investigating the relationship between financial distress and investment efficiency of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting*, 2(4), 167-176.
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123-132.
- Wong, W. C., Ahmad, A. H., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2022). Environmental, social and governance performance: Continuous improvement matters. *Malaysian Journal of Economic Studies*, 59(1), 49-69.

- Wu, X., & Wang, Y. (2021). How does corporate investment react to oil prices changes? Evidence from China. *Energy Economics*, 97, 105215.
- Xiao, W., Gaimon, C., Subramanian, R., & Biehl, M. (2019). Investment in environmental process improvement. *Production and Operations Management*, 28(2), 407-420.
- Xie, Y., Xue, W., Li, L., Wang, A., Chen, Y., Zheng, Q & Li, X. (2018). Leadership style and innovation atmosphere in enterprises: An empirical study. *Technological Forecasting and Social Change*, 135, 257-265.
- Xu, G., & Gui, B. (2019). From financial repression to financial crisis? The case of China. *Asian-Pacific Economic Literature*, 33(1), 48-63.
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2020). Financial distress determinants among SMEs: empirical evidence from Sweden. *Journal of Economic Studies*, 47(3), 547-560.
- Yin, D. (2023). How Environmental, Social, and Governance (ESG) Impacts the Facility Managers and the Facilities Management Profession. Master's thesis, *Pratt Institute*.
- Yu, E. P. Y., Van Luu, B., & Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, 52, 101192.
- Zamir, F., Shailer, G., & Saeed, A. (2022). Do corporate social responsibility disclosures influence investment efficiency in the emerging markets of Asia?. *International Journal of Managerial Finance*, 18(1), 28-48.
- Zhan, S. (2023). ESG and corporate performance: *A Review in SHS Web of Conferences* 169, 1064. EDP Sciences.